

老业务见底 新业务拓展

——天马精化（002453）深度报告

2014年09月10日

强烈推荐/维持

天马精化

深度报告

报告摘要:

- **中国保健品市场空间巨大。**近十几年以来，中国保健品市场取得了快速的增长。2013年保健品行业营业收入达到1579亿元，十年间行业规模扩大了30倍，行业复合增长率高达41%。随着我国居民收入增长及医疗保健费用的大幅支出增加，老龄化的加速及疾病的趋于年轻化，结合我国2012年出台的《食品工业十二五发展规划》，我们认为未来三至五年，行业仍将维持20%以上的复合增长率保持高速增长。
- **天森保健品成立是公司涉足保健品的起点。**公司2013年底成立了合资子公司天森保健品，标志着公司正式进军保健品领域，而2014年投资苏州神元是公司布局保健品的第一步棋。神元生物的主营业务是铁皮石斛的生产及加工，经营净利率达38.9%，远高于公司原有造纸化学品、医药中间体等化工业务。神元生物目前门店主要位于苏州吴江区，未来将首先发展壮大经济基础良好的苏州市场，扩展到江苏，然后至华东市场及全国。公司计划日后仍将增加保健品的品种，丰富公司产品的种类。铁皮石斛作为公司第一个投资布局项目具有重要的意义，也是公司试水保健品业务并打出公司品牌的首个标志性事件。铁皮石斛若推广顺利，公司其他产品可实现一定程度的复制。
- **公司原料药储备丰富，逐步释放。**公司于2013年底拿到了氯吡格雷等六个原料药品种的GMP认证，进入药品正式生产销售阶段，2014年公司几大产品销售状况良好，预计全年销售收入有望达到1.8亿左右。此外，公司未来五六年还有很多的储备品种，比如莫西沙星等。2014年公司新报5-6个品种申请GMP认证，包括部分专利即将到期品种。
- **公司盈利预测及投资评级。**公司目前处于老业务见底+新业务开拓的良好阶段。公司原主产品AKD进入稳步提价周期，南通中间体业务经营稳健，山东天安有望扭亏，新业务保健品业务布局中，原料药品种逐步释放。未来公司将进入业绩与估值双提升的阶段。我们预计公司2014年-2016年每股收益分别为0.11元、0.20元和0.34元，对应PE分别为71、39、23倍，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1044	1122	1402	1852	2183
增长率(%)	19.5%	7.4%	24.96%	32.10%	17.91%
净利润(百万元)	73	47	65	114	192
增长率(%)	-3.8%	-35.5%	38.01%	76.35%	67.80%
净资产收益率(%)	9.99%	4.04%	4.32%	7.18%	10.99%
每股收益(元)	0.30	0.18	0.11	0.20	0.34
PE	25.97	43.28	68.58	38.89	23.17
PB	2.56	1.91	2.96	2.79	2.55

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

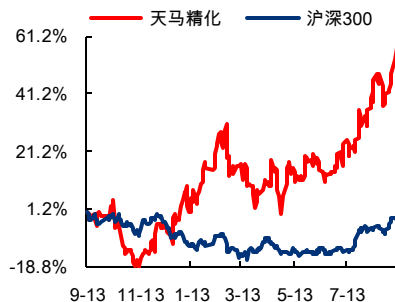
执业证书编号:

S1480512070001

交易数据

52周股价区间(元)	8.03-10.38
总市值(亿元)	45.88
流通市值(亿元)	42.9
总股本/流通A股(万股)	57130/53429
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.79

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《天马精化（002453）：老业务毛利率下滑 下半年有望改善》2014-08-28
- 2、《天马精化（002453）事件点评：保健品布局开始逐步显露》2014-06-16
- 3、《天马精化（002453）：造纸化学品有所起色 保健品与原料药有望带来高增长》2014-04-29
- 4、《天马精化（002453）：保健品渠道加快建设 原料药今年放量》2014-04-04

目 录

1. 转型进行时 保健品业务日趋清晰	3
1.1 中国保健品市场空间巨大	3
1.2 中国保健品集中度未来将大幅提升	5
1.3 天森保健品成立是公司涉足保健品的起点	7
1.4 投资苏州神元是布局保健品的第一步棋	8
1.5 保健品种类将逐步增加 销售网络将逐渐建立	10
2. 原料药储备丰富 将逐年释放	11
2.1 已有品种销售良好	11
2.2 原料药储备丰富	12
3. 农药中间体业务快速拓展	12
4. 造纸化学品小幅提价周期 山东天安有望盈利	12
5. 老业务见底+新业务开拓	13

表格目录

表 1: 中国前十大保健品销售企业情况	5
表 2: A 股保健品相关上市公司及 2013 年财务数据	6
表 3: 神元生物的财务状况（元）	9
表 4: 神元生物前十大股东股权结构	10
表 5: 公司获得认证的原料药品种及主要功效	11
表 6: 公司获得认证的原料药市场情况	11
表 7: 公司医药中间体主要产品	12
表 8: 公司盈利预测表	15

插图目录

图 1: 中国保健品销售规模及增速	3
图 2: 中国城镇居民可支配收入及医疗保健支出（元）	4
图 3: 中国农村居民总收入及医疗保健支出（元）	4
图 4: 中国 30 岁以上人口比例（%）	4
图 5: 中国 65 岁以上人口比例（%）	4
图 6: 天马精化主要业务演变	7
图 7: 神元生物子公司	8
图 8: 铁皮石斛和加工产品及食用方法	9
图 9: 机制纸及纸板产量及同比增速	13
图 10: 公司单季度毛利率、净利率（%）	14

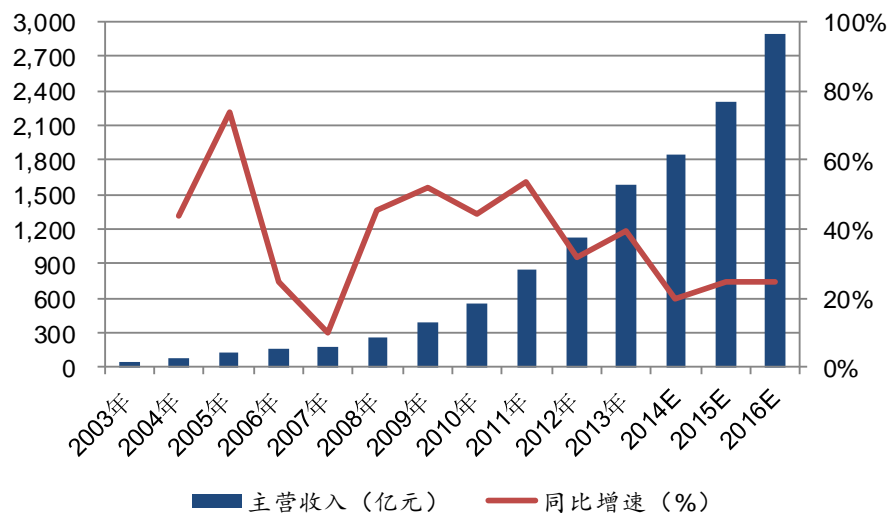
1. 转型进行时 保健品业务日趋清晰

1.1 中国保健品市场空间巨大

近十几年以来,中国保健品市场取得了快速的增长。根据 wind 统计数据,2003 年我国营养、保健食品制造的营业收入 51 亿元,2013 年该行业营业收入达到 1579 亿元,十年间行业规模扩大了 30 倍,行业复合增长率高达 41%。

根据我国 2012 年出台的《食品工业十二五发展规划》,十二五期间,我国营养与保健食品制造业将大力发展天然、绿色、环保、安全有效的食品、保健食品和特殊膳食食品;开发适合不同人群的营养强化食品、特殊膳食食品,开发具有民族特色和新功能的保健食品。到 2015 年,营养与保健食品产值达到 1 万亿元,年均增长 20%。形成 10 家以上产品销售收入在 100 亿元以上的企业,百强企业的生产集中度超过 50%。由于统计口径的差异,上文中 wind 数据与该规划数据差异性较大,但是我们认为行业 20%的年增速数据可以作为一个有效的参考。结合我们 2014 年上半年统计数据,我们认为,未来三至五年,行业仍将维持 20%以上的复合增长率保持高速增长。

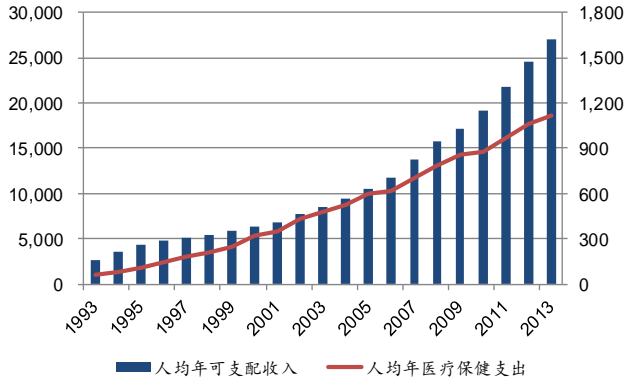
图 1: 中国保健品销售规模及增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

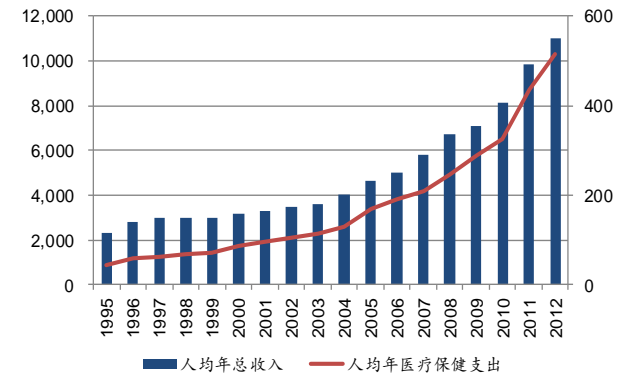
随着社会的发展,人们的生活节奏加快、饮食变化加大,工作压力等导致不健康因素增多。近年,居民人均可支配收入逐年增加,1993-2013 二十年间,中国城镇居民可支配收入增长至 10 倍以上,农村居民收入增长至约 5 倍。此期间,城镇居民年医疗保健支出由 1993 年的 57 元增长至 1118 元,增速快于收入的增长;农村居民年医疗保健支出由 1995 年的 42 元增长至 614 元,增速同样远远高于收入的增长。可看出随着人民收入的增加及对健康的重视程度提升,医疗保健费用支出大幅增加。

图 2：中国城镇居民可支配收入及医疗保健支出（元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

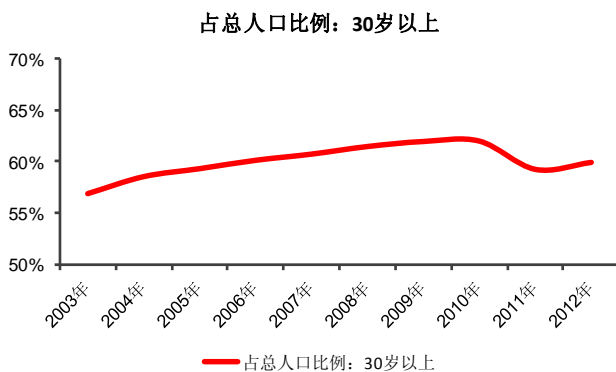
图 3：中国农村居民总收入及医疗保健支出（元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

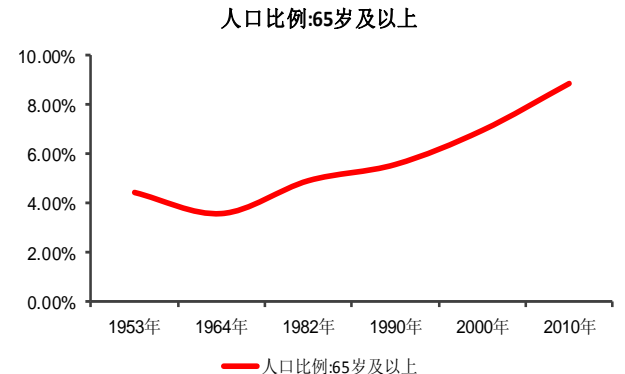
中国目前已进入老龄化加速的阶段，65岁以上老人占比从50年代的4%左右提升至目前的8.9%，老龄化的加速加大人们对医疗以及保健品的需求。此外，随着生活节奏的加快，特别是大城市生活成本居高不下，人们生活压力大，很多疾病趋于低龄化，很多上班族中的青壮年人士开始有心脑血管、高血压、糖尿病等疾病以及亚健康症状，医疗保健的需求大大加大，上图数据显示保健品的人均消费金额在逐年提升，人们对保健品的消费理念趋于成熟，消费人群年轻化，保健健康的需求将更加刚性和迫切。保健品侧重于日常的预防与保养，对于日益重视健康的青中年们是首选，社会已经滋生能满足专业保健品销售渠道成活的土壤。

图 4：中国 30 岁以上人口比例（%）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 5：中国 65 岁以上人口比例（%）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

近 20 年，保健品市场在全球都经历了飞速的增长。截至 2012 年的 20 年间，美国保健食品销售量增长 36 倍，日本增长了 32 倍，欧盟各国每年以 17% 的速度增长。美

国保健食品企业约有 600 家，生产的保健食品约有 2000 多种，分为维生素、矿物元素、氨基酸、益生菌、助消化剂、天然激素、抗氧化剂、蜂产品等 13 类。上世纪 80 年代初，日本成为保健食品主要生产国，并形成发达的保健食品市场，“健康寿命”的观念深入人心。迄今，日本保健食品企业约有 300 家，年产保健食品 3000 多种。（数据来源为保健品协会网站）

尽管近十年以来，中国保健品市场也同样取得了飞跃式发展，十年间行业规模扩大了 30 倍，行业复合增长率高达 41%。但是，与发达国家相比来讲，我们的保健品人均消费仍处于较低水平。亚洲发达国家/地区的人均消费是中国的 12.1 倍，北美是中国的 8.8 倍，所以中国保健品市场的增长的潜力还是非常巨大的。

1.2 中国保健品集中度未来将大幅提升

中国保健品行业近十年发展飞速，产品种类数量不断推陈出新，但整体而言，行业集中度仍显得较低，前十大企业销售额占比 25.8%，行业集中度仍有较大的提升空间。分析前十大销售企业可看出，其中外资企业（安利、无限极、完美、辉瑞四家）占比较高，其余几家中，东阿阿胶、哈药集团、新时代属于央企或国企，四通控股、天狮集团、汤臣倍健属于民营企业，汤臣倍健是 A 股上市公司，四通及天狮分别属于港股及美股上市公司（但目前已摘牌退市）。

表 1：中国前十大保健品销售企业情况

序号	公司名称	集团	销售占比	主要产品特性
1	安利	美国	10.4%	营养补充剂
2	无限极	香港李锦记	4.2%	提取天然植物中的有效成分，配合药食同源的传统中草药
3	四通控股 (1993 年港股上市，已退市)	中国民营	1.8%	脑白金、黄金搭档
4	完美	马来西亚完美资源有限公司	1.7%	功能产品系列，葡萄酒系列，营养餐系列
5	东阿阿胶 (A 股上市)	华润集团，央企	1.6%	阿胶及制品
6	哈药集团	国有控股合资企业	1.4%	营养滋补，进口、国产保健品
7	新时代	中国节能环保集团，央企	1.3%	松花粉、竹叶提取物、亚麻籽功能油等营养保健产品
8	辉瑞	总部美国，全球最大的以研发为基础的生物制药公司	1.1%	钙尔奇、善存、惠菲宁、善存沛优几大品牌
9	天狮集团 (2005 年港股上市，已退市)	天津民营企业	1.2%	保健食品（补充营养、调节平衡）、瘦身护肤产品
10	汤臣倍健	广东民营	1.1%	膳食营养补充剂

(A股上市)

总计

25.8%

资料来源: WIND, 中国保健协会, 东兴证券研究所

A股上市涉及保健品业务的主要公司中,东阿阿胶的保健品业务2013年年收入达到33亿元,汤臣倍健15亿元,是收入排名靠前的企业,也是保健品作为绝对主营业务的企业,哈药集团保健品业务收入达到了13.5亿元,但是哈药集团业务庞大,医药产品居多。海王生物、江中制药、健康元等均是医药企业同时做保健品,保健品外业务拉低了整体毛利率。交大昂立、紫光古汉主营业务属于保健品,其业务收入占比达到了83%、73%。根据《食品工业十二五发展规划》,到2015年,形成10家以上产品销售收入在100亿元以上的企业,从目前国内保健品企业收入情况看,中国保健品企业仍有很大的发展空间。

表 2: A股保健品相关上市公司及 2013 年财务数据

序号	公司名称	营业收入	毛利率	净利率	主要产品特性
1	东阿阿胶	40 亿元, 其中阿胶及系列 33 亿元	63%	30%	阿胶及制品
2	汤臣倍健	15 亿元	65%	28%	膳食营养补充剂, 包括蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其它功能型营养补充食品
3	哈药股份	181 亿元, 其中保健品 13.5 亿元	30%, 保健品 69%	0.75%	“三精葡萄糖酸钙”、“新盖中盖”补钙系列、保健饮品
4	海王生物 000078	80 亿元, 保健品、食品 4.9 亿元	15%(医药流通拉低)	3%	功能食品、保健食品及药品。保健食品包括天然维生素 E 软胶囊、深海鱼油软胶囊、大豆磷脂软胶囊、螺旋藻片等 60 余个。
5	江中制药	27.8 亿元, 其中保健品 4.2 亿元	38%, 保健品 62%	6%	初元、参灵草、朴卡酒、杞浓酒等
6	海南椰岛 600238	9 亿元, 保健类产品 4 亿元	47%, 保健酒 50%	15%	椰岛鹿龟酒和海王酒等保健酒、饮料、食品
7	健康元	62 亿, 其中保健品 3 亿	60%, 保健品 73%	9%	保健品、原料药及制品、中成药、检测试剂等; 保健品有太太、静心、鹰牌等知名品牌
8	交大昂立	3.5 亿元, 其中保健品 2.9 亿元	63%	24%	昂立品牌功能性产品系列+天然元品牌营养补充剂产品系列
9	紫光古汉	2.6 亿元, 中药及保健品 1.9 亿元	51%	亏损	古汉养生精、优力康、心脑血管泰口服液、古汉葆春栓、西汉古酒等中成药、保健品

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

注: 上表为我们统计到的涵盖保健品业务的 A 股上市公司, 可能尚未涵盖保健品占比很低的公司。

1.3 天森保健品成立是公司涉足保健品的起点

公司 2013 年 12 月 24 日公告称，公司拟与韩国星宇设立合资子公司天森保健品，满足公司未来业务升级、多元化经营的需要。合资子公司于 2014 年 4 月 2 日完成工商注册登记，标志着天马精化正式进军保健品领域，天森保健品将作为公司新业务发展的重要平台。天森保健品注册资本 1200 万美元，公司出资占比 90%，韩国星宇出资 10%。

天马精化 2010 年上市之初业务主要为 AKD 及其它造纸化学品+医药中间体，2013 年 7 月收购大股东天马集团的天立药业，进军原料药领域，目前已获得 6 个产品的 GMP 认证及一个产品的 FDA 认证。天森保健品的成立是公司产业升级、业务转型的重要标志，公司已有原料药品种如胞磷胆碱酸等是海外有较大市场的脑营养保健品原料，这是公司未来保健品发展的重要方向。公司目前已布局苏州神元铁皮石斛产品，并将逐步搭建从原料、加工到渠道、销售终端的产业链条。

图 6：天马精化主要业务演变

2010年：上市	2011年：全资收购南通纳百川；收购山东天安（51.72%）	2012年：山东天安股权至81.43%；非公开发行预案	2013年：吸收合并天立原料药	2014年：原料药释放；成立天森保健品，投资苏州神元
<ul style="list-style-type: none"> • AKD及其它造纸化学品 • 医药中间体（氨基酸保护剂、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列） 	<ul style="list-style-type: none"> • AKD及其它造纸化学品 • 医药中间体（氨基酸保护剂、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列） • 光气及其衍生物 • 农药中间体 	<ul style="list-style-type: none"> • AKD及其它造纸化学品 • 医药中间体（氨基酸保护剂、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列） • 光气及其衍生物 • 农药中间体 	<ul style="list-style-type: none"> • AKD及其它造纸化学品 • 医药中间体（氨基酸保护剂、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列） • 光气及其衍生物 • 农药中间体 	<ul style="list-style-type: none"> • AKD及其它造纸化学品 • 医药中间体（氨基酸保护剂、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列） • 光气及其衍生物 • 农药中间体 • 原料药：氯吡格雷等6个品种 • 铁皮石斛加工产品（苏州神元）

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

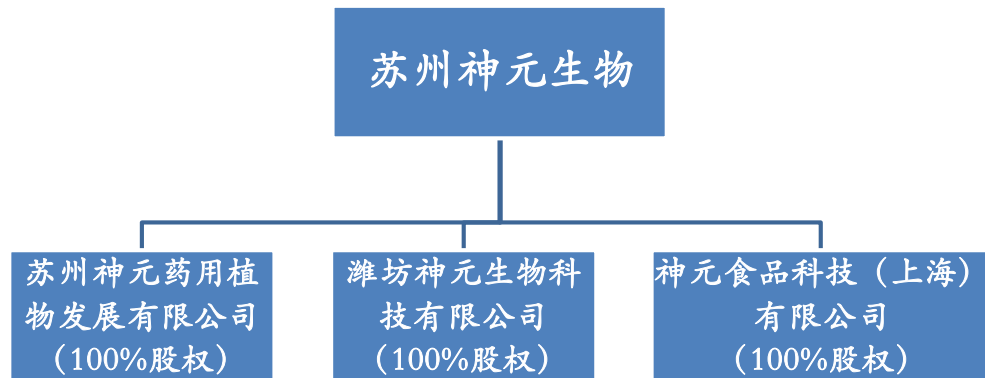
公司与韩国星宇合资成立天森保健品。韩国星宇是公司客户，双方在医药业务领域多年合作。韩国星宇成立于 1991 年，业务涉及精细和专业化学品、医药中间体、电子化学品；1992 年开始从事功能性食品配料业务，2006 年开始发展营养保健品业务。目前，已在委托生产或代理销售的保健品种类，涉及草本提取物及深海鱼油类保健品，适用于提高免疫、降低血脂等功效。2012 年度，韩国星宇贸易销售规模 3,000 万美元。韩国星宇能够为天森保健品引入国外成熟保健品配方及工艺提供技术、生产、质量方面的支持。韩国星宇 2012 年贸易销售规模 3,000 万美元。天马精化提供主要原料（成份）的供应，同时，负责国内客户渠道资源的开发工作。

1.4 投资苏州神元是布局保健品的第一步棋

2014年6月30日，公司与苏州神元生物科技股份有限公司（简称“神元生物”）及原股东签署《增资协议》。公司以3,220万元的价款认购神元生物本次全部新增股份1,058万股，占其本次增资完成后股份总数的21.16%。

神元生物是江苏省省级林业产业龙头企业，是江苏省最早专业从事铁皮石斛产业研发、组培扩繁、生态栽培与深加工的企业，也是江苏省唯一一家通过铁皮石斛“GAP”认证及“有机认证”的科技型农业企业。神元生物拥有苏州神元药用植物发展有限公司、潍坊神元生物科技有限公司、神元食品科技（上海）有限公司等3家全资子公司。苏州公司负责铁皮石斛的种植与营销，公司在吴江有2个门店销售。潍坊有铁皮石斛的种植基地及1个门店，上海公司主要负责销售，通过展会、人脉资源等进行销售。

图7：神元生物子公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

神元生物的主营业务是铁皮石斛产业研发、生物组培、生态栽培与深加工，主要产品包括铁皮石斛组培苗、铁皮石斛鲜品、铁皮石斛花茶、铁皮枫斗和与之相关的保健食品（批件号：2011B0616），产品名称：依源牌铁皮枫斗景天胶囊；批准文号：国食健字G201104601）。

铁皮石斛，中华九大仙草之首，是我国常用名贵中药，为国家重点保护的中药材品种。野生铁皮石斛是国家重点二级保护的珍稀濒危植物，禁止采集和销售。铁皮石斛具有广泛的保健功能，其药理功效有：滋阴生津；增强体质、调节免疫力；抗肿瘤；降低血糖、血脂、血压；康复糖尿病。此外，铁皮石斛还具有健脾开胃、养肝明目、润肤养颜、延年益寿、防治呼吸系统、口腔、咽喉疾病等功效。

图 8: 铁皮石斛和加工产品及食用方法



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

苏州神元生物 2013 年总收入 2676 万元, 实现净利润 1086 万元, 净利率达 40.6%, 远高于公司原有造纸化学品、医药中间体等化工业务。2014 年 1-5 月, 神元生物实现营业收入 629 万元, 净利润 158 万元, 净利率 25.2%。2014 年盈利情况较 2013 年差的原因一方面在于铁皮石斛的销售旺季一般在每年的 8 月份之后, 另一方面在于神元生物 2013 年前种苗销售较多, 而种苗的销售到铁皮石斛的产出再到新种苗的轮换有 3-5 年的农业周期, 而新的客户增量培育壮大需要一定时间。今年铁皮石斛种苗价格有所下降, 从而降低了收入及净利率。公司投资神元生物主要看重铁皮石斛加工保健品的药用保健价值, 预计未来神元生物将加大后端加工产品的占比。

表 3: 神元生物的财务状况 (元)

财务状况		
项目	2014 年 5 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
总资产	80,329,872	72,688,547
总负债	18,542,730	23,236,152
净资产	61,787,143	49,452,395
经营业绩		
项目	2014 年 1-5 月	2013 年度
营业收入	6,291,348	26,756,502
净利润	1,578,800	10,867,127

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

神元生物股权结构成为 14 名股东，具体情况如下表：

表 4：神元生物前十大股东股权结构

序号	股东名称	持有股份数（万股）	股权比例（%）
1	吴江市苗圃集团有限公司	1657.95	42.06
2	滕士元	1448.47	36.74
3	苏州市吴江创业投资有限公司	245.01	6.22
4	陆丽强	69.99	1.78
5	金根荣	52.07	1.32
6	王金华	43.57	1.11
7	周中华	34.99	0.89
8	李昂阳	17.9	0.45
9	郭传敏	6.01	0.15
10	吴义林	6.01	0.15
	总计	3581.97	90.87

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

吴江苗圃的股权结构为滕士元先生 95.69%，王金华 4.31%。神元生物实际控制人系滕士元、王金华夫妇，合计直接持有其股份 1,492 万股，占股本总额的 37.85%，通过吴江苗圃间接持有神元生物股份 1,658 万股，占股本总额的 42.06%，合计 3,150 万股，占股份总额的 79.90%。

神元生物实际控制人滕士元，毕业于南京林业大学，研究生学历，从事林业植物育种和苗圃管理 40 年。2004 年改制成立吴江苗圃（原国营企业），任董事长一职。主要从事林业科学研究和企业管理，开展林木花卉种质资源收集、新品种选育开发、种苗组培、设施栽培和示范推广等工作。

1.5 保健品种类将逐步增加 销售网络将逐渐建立

公司投资神元生物实现了对中草药类保健品上游原材料的布局，公司计划日后仍将继续完善的布局，增加丰富公司产品的种类。铁皮石斛作为公司第一个投资布局项目具有重要的意义，也是公司试水保健品业务并打出公司品牌的首个标志性事件。铁皮石斛若推广顺利，公司其他产品可实现一定程度的复制。

除中草药类品种外，公司原有产品中有胞磷胆碱钠，是原料药品种，而公司同时具备技术生产胞磷胆碱酸，胞磷胆碱酸可生产补脑类的保健用品，提供脑营养，使供氧量、供血量增加，该类补脑类保健品在北美已经 15 个亿美元左右市场，而国内还是空白，目前保健品已有门类中尚未包括进去，但我们认为日后该产品市场空间巨大。胞磷胆碱酸的生产厂家主要是日本、意大利公司。

与公司原有化工及原料药思路不同，铁皮石斛等保健品属于消费行业。公司加盟了保健品行业资深市场人士，设计公司发展方向。在销售方面，公司计划先全面打造做大苏州市场，然后扩展到江苏，以至华东市场及全国。

2. 原料药储备丰富 将逐年释放

2.1 已有品种销售良好

公司于 2013 年吸收合并大股东天马集团旗下的天立原料药，天立原有产品具备药品批件，为公司快速申请 GMP 认证提供了基础，所以公司一年内顺利拿到了药品 GMP 认证。目前已拿到 GMP 认证的有六个产品，分别为葡甲胺、瑞巴派特、胞磷胆碱钠、氟康唑、枸橼酸喷托维林、硫酸氢氯吡格雷。其中，葡甲胺获得美国 FDA 认证。

表 5：公司获得认证的原料药品种及主要功效

序号	产品名称	GMP 认证获取日期	主要功效
1	葡甲胺	2013 年 10 月 2013 年 4 月 (美国 FDA 认证)	诊断用药。造影剂的助溶剂,表面活性剂。
2	瑞巴派特	2013 年 10 月	胃溃疡、急性胃炎、慢性胃炎的急性加重期胃粘膜病变(糜烂、出血、充血、水肿)的改善。
3	胞磷胆碱钠	2013 年 10 月	主要用于急性颅脑外伤及脑手术后的意识障碍。
4	氟康唑	2013 年 10 月	属吡咯类抗真菌药,为广谱抗真菌药,对人和动物的真菌感染均有治疗作用。
5	枸橼酸喷托维林	2013 年 10 月	适用于具有无痰干咳症状的疾病,急性支气管炎,慢性支气管炎及各种原因引起的咳嗽可应用。
6	硫酸氢氯吡格雷	2013 年 12 月	氯吡格雷主要用于 PCI 术前、术后,在二三级医院的治疗性预防、神经内科也有使用。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：公司获得认证的原料药市场情况

序号	产品名称	公司产量(规划产能)	市场价格
1	葡甲胺(中间体)	240 吨(规划 400 吨)	5 万元/吨
2	瑞巴派特	40 吨/年(规划 150 吨/年)	70 万元/吨
3	胞磷胆碱钠	50 吨/年(规划 100 吨/年)	180 万元/吨
4	氟康唑	3 吨/年	160 万元/吨
5	枸橼酸喷托维林	70 吨/年	30 万元/吨
6	硫酸氢氯吡格雷	15 吨/年(规划 100 吨/年)	330 万元/吨

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司于 2013 年底前拿到了以上六个原料药品种的 GMP 认证，进入药品正式生产销售阶段，2014 年公司几大产品销售状况良好。其中，氯吡格雷销量 15 吨左右，价格 300 万元/吨，客户为河南新帅克（乐普医疗收购），公司是新帅克的最主要供货商。

该产品是继赛诺菲（进口原研）、信立泰（首仿）后的二仿药，也是河南新帅克的核心品种。该药品也是信立泰的重磅产品，信立泰具备原料药至制剂的生产能力，近年新帅克发起猛力进攻，已经在部分省份的招标及补标中中标，有山东、安徽、云南等。2012年进入新版基药后，被市场预期将在基层社区医院放量。

瑞巴派特等药物是较老的药物，由于部分生产厂家的退出，2014年公司原料药整体销售良好，预计全年销售收入有望达到2亿左右。

2.2 原料药储备丰富

公司注重研发投入，目前研发团队有100人左右，其中80%用于原料药的开发。公司的原料药储备丰富，除上文中提及6个通过GMP的品种外，公司还有很多的储备品种，比如莫西沙星等，并且按时间已排到了未来五六年。莫西沙星为光谱消炎药，为拜尔1999年的发明专利，专利保护期20年，2019年专利到期，公司研发储备该类产品技术，待专利到期后快速释放，打开市场。2014年公司新报5-6个品种申请GMP认证，包括部分专利即将到期品种。

3. 农药中间体业务快速拓展

公司中间体业务涵盖农药中间体及医药中间体业务，农药中间体主要在南通纳百园生产，医药中间体主要在苏州本部生产。从目前生产情况看，医药中间体产品维持结构稳定，由于苏州本部升级原料药而医药中间体规模略受影响。南通纳百园农药中间体今年表现亮丽，主要品种有五类产品，受益于近年国内环保趋严的影响，公司生产今年一直处于满负荷的生产状态。同时，公司有新项目开发，供于拜耳等国际知名公司，毛利率将高于已有产品。整体而言，今年农药中间体业务今年明年增长会比较明显。

表 7：公司医药中间体主要产品

序号	医药中间体	产能（吨/年）	主要客户
1	氨基酸保护剂系列	430	
2	保护氨基酸系列	60	
3	定制加工类医药中间体	140	
	其中：TICC	60	美国罗氏等
	CMPP	80	美国罗氏等
4	葡辛胺系列及其他医药中间体	490	
5	DBSO	180	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 造纸化学品小幅提价周期 山东天安有望盈利

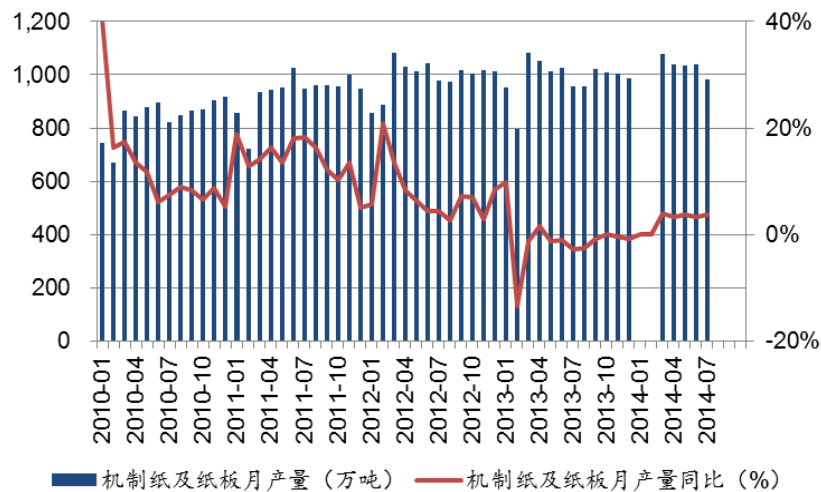
公司造纸化学品主要包括AKD系列及其他造纸化学品，其中AKD系列产能目前总共4万吨，其中山东天安2万吨，南通纳百园1万吨，苏州本部1万吨。

目前国内 AKD 造纸化学品市场格局基本稳定, 公司产能及市场占有率居前, 另外还
有益海及凯米拉分别 1 万吨及 2 万吨的产能, 公司市场占有率 50% 以上。从 wind 数
据看, 下游造纸行业 2013 产量同比无增长, 个别月份下滑, 而 2014 年机制纸及纸
板产量同比出现了 3-4% 的增长, 下游的弱复苏对 AKD 价格构成一定支撑。

2013 年, AKD 市场整体低价竞争, 导致企业盈利急剧萎缩, 公司去年 AKD 仅有 12%
的毛利率。2014 年, 公司及其他厂家结束低价竞争, 产量有所控制, 价格恢复至争
产水平并保持稳定。2013 年, 公司全年销量 3.1 万吨, 平均价格在 1.22 万元/吨, 今
年公司预计产量在 2.6 万吨, 减少 5000 吨, 一季度价格在 1.3 万元/吨, 六月份起价
格在 1.45 万元/吨左右。公司造纸化学品的盈利水平将得到明显改善。

山东天安化工自收购以来, 公司对其进行了改造, 包括设备改造及工艺提升, 以提升
天安的光气质量, 为生产更加高端的光气下游中间体奠定基础; 同时, 加大环保排污
设施建设, 新上了污水处理设备。2014 年上半年, 山东天安运行仍不是特别理想,
但目前看下半年有望好转, 全年达到平衡或小幅盈利的状态。

图 9: 机制纸及纸板产量及同比增速

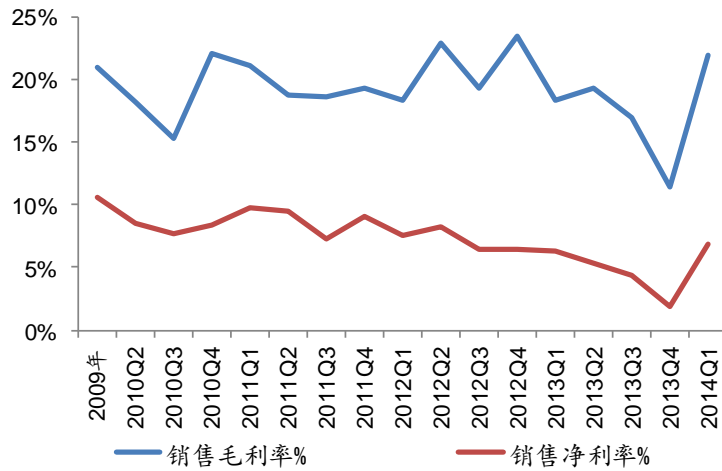


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 老业务见底+新业务开拓

公司目前老业务, 主要指造纸化学品 AKD 价格进入小幅提价周期, 虽然产量有所控
制, 但根据我们测算, 小幅的控制产量可有效提升公司毛利润及净利润水平, 且周期
品业绩弹性较大。山东天安下半年经营业出现了一定好转, 有望扭亏为盈。南通医药
中间体整体运行平稳, 2014 年盈利好于去年。从公司 2014 年一季度毛利率及净利
率水平看, 公司老业务盈利能力有所好转。

图 10: 公司单季度毛利率、净利率 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司进军保健品领域将有望大幅提升公司的盈利能力及估值水平。从上市几家公司涉及的保健品业务看(单纯计算保健品),毛利率基本均在 50-60%以上,净利率在 20-30%之间,而公司 2013 年整体毛利率及净利率分别为 16.1%、4.2%。

公司原料药 6 个通过 GMP 认证品种,2014 年销售情况良好,其中氯吡咯雷受益于下游客户河南新帅克的市场快速开拓。公司原料药研发人员众多,目前仍有较多的品种储备,支撑公司未来的业绩增长。

整体而言,我们认为公司目前处于老业务见底+新业务开拓的良好阶段,预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.11、0.20、0.34,目前股价 7.79 元对应 PE 分别为 71、39、23 倍,鉴于公司新业务良好的发展前景,维持公司“强烈推荐”的投资评级。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	561	956	1294	1634	1887	营业收入	1044	1122	1402	1852	2183
货币资金	75	181	491	648	764	营业成本	825	941	1084	1392	1565
应收账款	226	237	269	355	419	营业税金及附加	3	3	5	7	8
其他应收款	18	22	28	37	44	营业费用	38	41	98	130	153
预付款项	48	36	58	86	117	管理费用	70	69	112	148	175
存货	143	192	172	221	249	财务费用	16	21	20	28	39
其他流动资产	1	241	241	241	241	资产减值损失	6.83	1.54	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	697	847	1313	1499	1544	公允价值变动收益	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	3	0	0	0	投资净收益	0.16	4.22	0.00	0.00	0.00
固定资产	418.80	527.93	758.74	970.06	1021.30	营业利润	85	50	82	146	243
无形资产	95	107	97	86	75	营业外收入	8.55	10.14	2.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.24	1.40	1.20	0.00	0.00
资产总计	1257	1803	2607	3133	3432	利润总额	93	58	83	146	243
流动负债合计	463	580	798	1233	1369	所得税	18	11	16	28	46
短期借款	289	383	404	729	800	净利润	75	47	67	118	197
应付账款	137	140	208	267	300	少数股东损益	2	0	2	4	5
预收款项	3	8	11	14	19	归属母公司净利润	73	47	65	114	192
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	149	130	182	274	392
非流动负债合计	29	4	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.18	0.11	0.20	0.34
长期借款	25	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	492	584	798	1233	1369	成长能力					
少数股东权益	36	54	56	60	65	营业收入增长	19.5%	7.4%	24.96%	32.10%	17.91%
实收资本(或股	240	286	571	571	571	营业利润增长	-4.4%	-42.0%	65.04%	78.79%	66.36%
资本公积	246	626	626	626	626	归属于母公司净利	-3.8%	-35.5%	38.01%	76.35%	67.80%
未分配利润	220	226	273	355	494	获利能力					
归属母公司股东	729	1165	1502	1593	1747	毛利率(%)	21%	16%	23%	25%	28%
负债和所有者权	1257	1803	2356	2887	3180	净利率(%)	7%	4%	5%	6%	9%
现金流量表					单位:百万元	偿债能力					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	6%	3%	2%	4%	6%
经营活动现金流	39	34	333	175	272	ROE(%)	10%	4%	4%	7%	11%
净利润	75	47	67	118	197	营运能力					
折旧摊销	47.18	59.63	0.00	99.41	109.49	资产负债率(%)	39%	32%	34%	43%	43%
财务费用	16	21	20	28	39	流动比率	1.21	1.65	1.62	1.32	1.38
应付帐款的变化	0	0	68	59	33	速动比率	0.90	1.32	1.41	1.15	1.20
预收帐款的变化	0	0	3	4	4	运营能力					
投资活动现金流	-175	-453	-295	-290	-150	总资产周转率	0.85	0.73	0.67	0.71	0.72
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应收账款周转率	5	5	6	6	6
长期投资	3	3	0	0	0	应付账款周转率	8.88	8.12	8.07	7.80	7.70
投资收益	0	4	0	0	0	每股指标(元)					
筹资活动现金流	68	480	273	273	-6	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.18	0.11	0.20	0.34
短期借款	289	383	404	729	800	每股净现金流(最新	-0.29	0.22	0.54	0.28	0.20
长期借款	25	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.04	4.08	2.63	2.79	3.06
普通股增加	120	46	286	0	0	估值比率					
资本公积增加	-188	380	0	0	0	P/E	25.97	43.28	68.58	38.89	23.17
现金净增加额	-68	62	310	157	116	P/B	2.56	1.91	2.96	2.79	2.55
						EV/EBITDA	14.18	18.62	23.98	16.54	11.46

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事化工行业（精细化工/化肥/农药等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。