

中性

——首次

天马精化 (002453)

证券研究报告/公司研究/深度报告

日期: 2014 年 10 月 09 日

行业: 化学原料和化学制品制造业



魏贇

02153519888-1960



weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

AKD 业务见底 新增业务逐步产生效益

■ 投资摘要

精细化工和医药原料药双动力

公司原有业务主要是精细化工和医药中间体, 近年来公司开始在稳定原有业务的基础上, 积极向上下游业务领域进行拓展, 通过收购获得光气资源, 并拓展到农药中间体业务; 医药中间体延伸进入原料药板块, 目前正在积极发展保健品业务。公司未来的发展方向就是在稳固原有业务的基础上, 积极发展医药和保健品业务。

原有业务触底反弹

AKD 业务价格和毛利逐步回升, 未来公司会受益于国内外市场结构的变化和集中度的提升, 业绩有望保持稳定。新产品 ASA 逐步推向市场, 毛利较高, 有望提升公司造纸化学品业务板块业绩。

新增业务市场广阔

公司逐步切入农药中间体、医药原料药和保健品领域。农药中间体是光气的副产品, 今年业绩增速快。原料药品种氯吡格雷市场关注度高, 保健品领域市场前景广阔, 公司正积极进入保健品生产、销售业务。

给予“未来六个月, 中性”评级

公司 13 年实现 EPS 0.08 元, 预计 14 年实现 EPS 为 0.09 元, 以 10 月 8 日收盘价 8.39 元计算, 静态与动态 PE 分别为 92.09 倍和 59.11 倍。公司业务包括精细化工和医药原料药, 按照申万三级行业分类, 其他化学制品行业上市公司 13、14 年市盈率中值为 47.53 倍和 46.60 倍。化学原料药上市公司 13、14 年市盈率中值为 45.75 倍和 39.98 倍。公司目前的估值高于化学制品和化学原料药行业平均估值。考虑到 AKD 市场竞争格局的改善以及公司的龙头地位, ASA 即推广逐步展开, 公司正加紧进入医药原料药及保健品领域, 这两者将改善公司毛利水平, 公司传统业务见底, 新增业务毛利水平高于原有业务, 并将很快贡献业绩。我们看好公司未来的发展前景, 考虑到估值及公司业绩增速, 首次给予公司未来六个月“中性”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,121.67	1,191.89	1,473.29	1,721.59
年增长率	7.44%	6.26%	23.61%	16.85%
归属于母公司的净利润	47.03	52.05	81.09	100.57
年增长率	-35.47%	10.68%	55.80%	24.01%
每股收益 (元)	0.08	0.09	0.14	0.18
PER (X)	101.93	92.09	59.11	47.66

注: 有关指标按当年股本摊薄

基本数据 (2014Q2)

报告日股价 (元)	8.39
12mth A 股价格区间 (元)	5.23-13.8
总股本 (百万股)	571.30
无限售 A 股/总股本	94%
流通市值 (亿元)	44.96
每股净资产 (元)	2.07
PBR (X)	4.06
DPS (Y2013, 元)	10 转 10 派 0.50

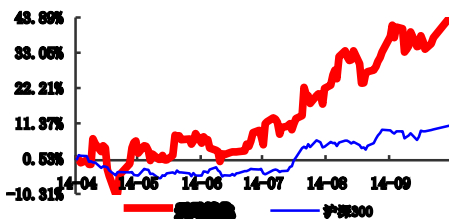
主要股东 (2014Q2)

苏州天马医药集团有限公司	30.88%
徐仁华	2.24%
深圳市创新投资集团有限公司	2.2%

收入结构 (2013H2)

AKD 造纸化学品	23.45%
农药中间体	19.87%
其他造纸化学品	18.38%
原料药	15.52%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: WY14-CI02

首次报告日期: 2014 年 10 月 09 日

相关报告:

《天马精化调研报告: 天马行空, 腾飞在即》

——2011 年 12 月 05 日

一、涉足精细化工及医药产业

公司是一家以造纸化学品、农药中间体、医药中间体和原料药为主业的医药及精细化工企业，原有业务主要是造纸化学品和医药中间体，近年来公司开始在稳定原有业务的基础上，积极向上下游业务领域进行拓展，AKD 原粉往上游拓展到光气及光气化产品，包括农药中间体；医药中间体往下游进入原料药。目前正在积极发展保健品业务。公司未来的发展方向就是在稳固原有业务的基础上，积极发展医药和保健品业务。

目前公司主导产品包括 AKD 系列造纸化学品、光气衍生品、硫酸氢氯吡格雷、氨基酸保护剂和保护氨基酸系列产品、保健品等。公司拥有自主设计开发的 AKD 新型生产工艺，高难度特殊化学反应的工业化生产能力，柔性设计的生产装置以及光气资源等。公司通过收购获得天立原料药股权，获得胞磷胆碱钠、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实际生产的原料药品种。公司与韩国天宇共同设立天森保健品子公司，增资苏州神元生物科技，进入保健品领域。

1.1 原有业务逐步回升

2014 年上半年公司生产经营情况基本与上年同期相比保持稳定。公司目前 AKD 粉实际产能 4.5 万吨左右，去年，由于 AKD 市场激烈竞争影响，AKD 市场售价较低，平均 1.22 万元/吨左右；今年，公司调整了销售策略，目前市场 AKD 销售价格逐步开始提升，现阶段 AKD 每吨售价将近 1.4 万元左右，毛利额能稳定在 2000 元/吨左右。在稳定 AKD 业务的同时，公司的其他造纸化学品销售情况良好，保持稳定发展。

目前，AKD 的市场竞争格局发生了变化。国内市场上，竞争发生变化，公司与凯美拉形成良性竞争格局，AKD 价格保持在合理水平内运行。国际市场上，出于成本等因素考虑，国外主要 AKD 生产企业正计划逐步关闭本土工厂，腾挪出部分市场空间，国内厂商面临良好的发展机遇。

ASA 产品是公司自主研发的一种新产品，公司已向有关部门申请专利。相比 AKD 产品来说，ASA 产品具有施胶效果较好、成本较低且施胶时间短等特点。短时间内 AKD 还会继续保持一定的份额，长期来看 ASA 在未来总体上会向着替代 AKD 产品方向发展，是造纸化学品发展的方向，公司计划下一阶段重点推广 ASA。由于

ASA 活性大，一般配制后 10 小时活性会下降，因此对公司和纸厂都有一定要求。纸张品种的不同，对纸质的要求不同，生产过程中会选择不同的施胶剂进行施胶。对纸厂而言，要求产品结构稳定，从而保持 ASA 需求量稳定。此外需要在原有生产线旁边建设一条辅助生产线，用于即时配制 ASA，即时施胶。同时也要求公司能够稳定供应 ASA。目前公司正在对 ASA 进行扩产，以保证未来的供应稳定。我们预计明年 ASA 能够实现较高的收入。

其他造纸化学品销售规模增长较快，但由于主要原材料成本上升，毛利率有所下滑。未来公司将继续巩固、扩大在国内和国外造纸化学品类精细化工产品的市场占有率，加强研发推广 ASA 等新产品，进一步扩大环保工艺技术及规模化生产的优势。

医药中间体业务保持稳定。公司医药中间体类精细化工产品主要为氨基酸保护剂和保护氨基酸系列产品，且大部分用于外销，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。医药中间体因为部分车间升级为原料药生产车间并开始规模化生产，因此医药中间体生产和销售规模有较大幅度下降。

近几年，公司收入保持增长态势。从收入增速上看，2011-2013 年分别为 28.82%、19.47%和 7.44%；同期公司的净利润增速分别为 34.23%、-3.12%和-36.97%。2014 年上半年，公司实现营业收入 4.96 亿元，同比略降 1.05%，实现净利润 2953.81 万元，同比增长 2.63%，实现基本每股收益 0.05 元。

公司在目前已建立的精细化工领域先进技术资源和稳定的市场占有率基础上，继续扩大优势，提升产业链整合能力，继续拓展为全球知名化学公司和医药公司提供药物核心中间体的业务，并同步发展规模生产与定制生产业务，保持逐年稳定的业务增长速度。

1.2 纵向延伸光气资源产业链

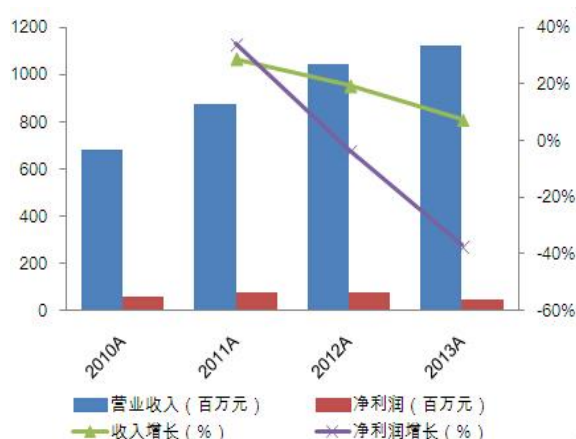
天安化工的光气作为 AKD 原粉生产的两大主要原料之一，是生产过程中必需的一种原材料，也是公司未来产业发展的重要资源，同时源于它的业务辐射面广、审核监管严格，也是化工行业各企业争夺较为激烈的重要资源。通过收购天安化工的股权，成为天安化工的控股股东，公司增强了对光气资源的控制，有助于实现造纸化学品系列的产业上下游整合，实现系统化、多元化战略；有助于降低采购成本，提高利润率、增加效益。

天马精化拥有光气产能后，除了发展原有 AKD 原粉业务，还

可以纵向延伸产业链，发展光气下游产品（光气衍生产品），开拓定制生产等模式。鉴于光气资源的稀缺性，公司首先会充分合理的把握市场机遇，满足光气及光气衍生产品的生产，在选择产品时，优先考虑高于天安化工及公司毛利率水平的产品，其次也为未来继续丰富产品系列，进一步提升高端光气衍生产品比例打好基础。

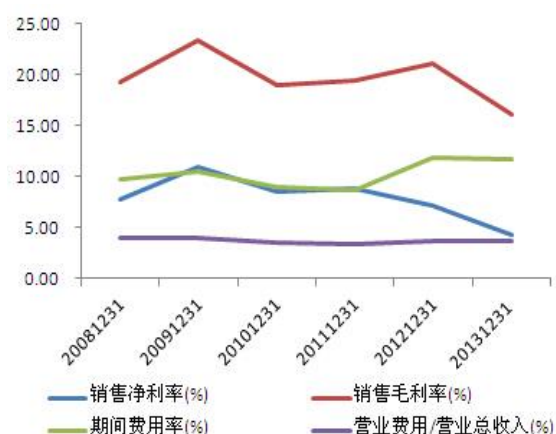
天安化工（公司持股 90.02%）目前产能没有有效发挥，效益尚未充分体现，但整合已经结束，公司今年重新调整了管理团队，厂区改造也基本完成，未来将进入良性的发展轨道上。纳百园化工生产处于满负荷运作状态，产能利用率较高，盈利水平较高。农药中间体销售收入保持较快增长，公司长期合作客户包括拜耳等国际大企业，合作基础良好，未来有望持续从优质客户中获得订单；原料药车间投入生产，毛利率水平较好并逐步体现效益。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



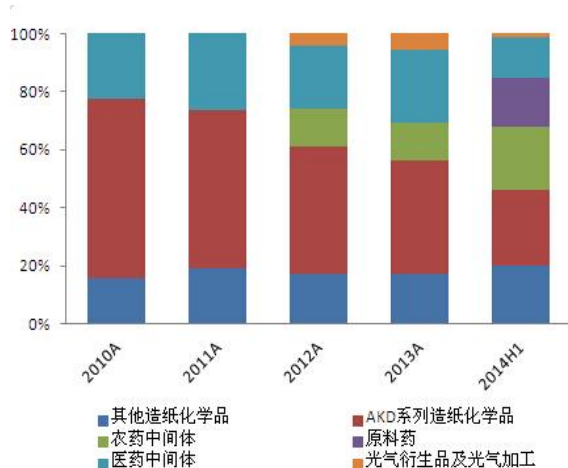
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



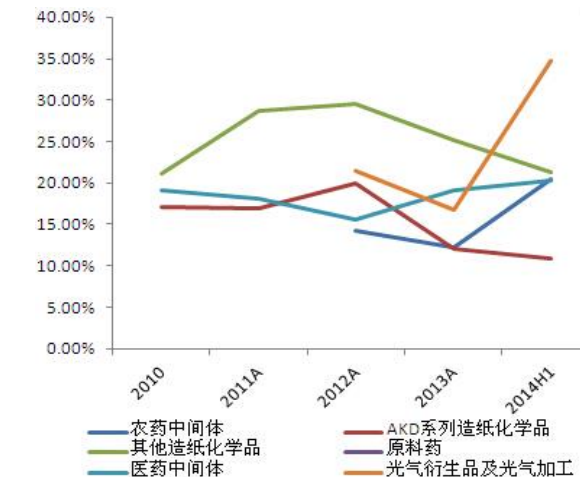
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化（%）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率变化（%）



数据来源：Wind 上海证券研究所

二、向原料药、保健品领域拓展

2.1 原料药业务开局

2014 年是公司原料药正式生产的开局之年，目前原料药生产销售正常，产量在稳中有进。

上半年，公司原料药销售状况良好，实现收入 7689 万元，毛利率 24.8%。公司目前有葡甲胺、胞磷胆碱钠、枸橼酸喷托维林、氟康唑、瑞巴派特、硫酸氢氯吡格雷等六个品种实际生产的原料药品种。

2.1.1 现有品种产销稳定

枸橼酸喷托维林是咳必清的原料药，目前原料药批文 4 家：苏州第壹制药有限公司、上海寿如松药业泌阳制药有限公司、丹东医创药业有限责任公司和天马精化。制剂批文则有数百个。

瑞巴派特保护胃黏膜。主要为奥美拉唑（奥西康）和泮托拉唑（泮立苏）。二者的进口版名称分别为洛赛克和泮托洛克。药理：抑制胃酸分泌。泮托拉唑的抑酸作用较强，使用本品时不宜再服用其他抗酸药物。一般消化性溃疡不建议长期大量使用本品。通常使用是盐水 100ml+本品 40mg（1 支）。bid、qd 使用。有时是 q12h 使用。早八点，晚八点。这样可以抑制夜间胃酸分泌，减轻夜间疼痛。口服药：膜固思达（保护胃黏膜的作用，起辅助作用。可预防重症肝炎病人预防急性应激性损伤。原料药批文：重庆圣华曦药业、浙江远力健药业、天马精化，片剂：大冢制药、远力健药业，胶囊重庆圣华曦药业

胞磷胆碱钠用于治疗颅脑损伤和脑血管意外所引起的神经系统的后遗症,并可用于帕金森氏综合症的治疗。原料药批文 7 家，除公司外还包括绍兴民生医药有限公司、上海太平洋药业、齐鲁制药、开平牵牛生化制药、国药集团容生制药、新乡制药股份，片剂注射剂批文多。

氟康唑广谱抗真菌药物，原料批文共 9 家。

氯吡格雷是公司目前最受关注的原料药品种。氯吡格雷主要用于治疗急性心肌梗死。抗血栓药物中（2011 年市场规模 81 亿元），氯吡格雷（通用名）是表现最出色的，市场规模最大，其中 70% 用

于 PCI 手术，30% 用于一级预防。氯吡格雷是抗血栓药物领域划时代的产品，其安全性、有效性高于老一代产品氯吡啶和西洛他唑，后来者普拉格雷和替卡格雷也没有在安全性有效性上超越氯吡格雷，因此，抗血栓领域氯吡格雷一家独大的格局仍将持续。目前有氯吡格雷制剂批文的企业包括信立泰、乐普、赛诺菲，有原料药批文的企业有 12 家。目前氯吡格雷生产与销售均保持稳定状态，该产品以销定产的模式生产，预计今年销售范围在 15-30 吨区间内。市场价格保持稳定，每吨在 330 万元左右。

表 1 氯吡格雷原料药和制剂获批情况

批文	编号	企业
原料药	1	成都名阳药业
	2	天津中瑞药业
	3	武汉武药制药
	4	江苏恒瑞医药
	5	苏州天马精化
	6	深圳信立泰药业
	7	浙江普洛家园药业
	8	浙江车头制药
	9	江苏正大天晴
	10	石药集团欧意药业
	11	上虞京新药业
	12	乐普药业
片剂	13	赛诺菲（75mg）
	14	乐普药业（25mg、75mg）
	15	信立泰（25mg、300mg、75mg）

数据来源：公司公告 上海证券

2.1.2 在研品种前景广阔

公司与苏州鸿洋医药科技有限公司合作，委托后者委托向国家食品药品监督管理局申报磺达肝癸钠、依诺肝素钠原料药的药品生产批件提供专项技术服务。预计年底时能够向 CFDA 进行申报。

磺达肝癸钠制剂临床上用于治疗 and 预防深部静脉血栓栓塞事件的发生。2008 年底进入中国，目前国内仅有葛兰素一家制剂批文，

自费，2010 年销售 4.3 亿元，300 万支（0.25 毫克装），零售每支 168 元，中标价 147 元。2010 年开始进入 16 省医保，将逐步替代低分子肝素，市场空间大。原料药上，目前在研的包括北京凯迈科斯制药技术有限公司（合成步数 75 步，目标原料生产上取代葛兰素）、恒瑞医药和华东医药（合成步数 75 步）、红日药业（合成步数只需 50 多步，成本将大为降低）。

表 磺达肝葵钠在审情况

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称
磺达肝葵钠	新药	3.1	信泰制药（苏州）有限公司
磺达肝葵钠注射液	仿制	6	信泰制药（苏州）有限公司
磺达肝葵钠注射液	仿制	6	辽宁海思科制药有限公司
磺达肝葵钠	新药	3.1	四川海思科制药有限公司
磺达肝葵钠注射液	进口	-	印度瑞迪博士实验室有限公司
磺达肝葵钠	新药	3.1	杭州中美华东制药有限公司
磺达肝葵钠注射液	仿制	6	杭州中美华东制药有限公司
磺达肝葵钠注射液	仿制	6	江苏恒瑞医药股份有限公司
磺达肝葵钠	新药	3.1	江苏恒瑞医药股份有限公司

数据来源：威达数据库 上海证券

依诺肝素钠为全球低分子肝素药物的主导品牌之一，依诺肝素钠在低分子肝素药物中拥有最高的市场占有率，2010 年赛诺菲的依诺肝素钠（低分子肝素钠）在中国销售 2.16 亿欧元，增长 36.6%。

表 1 依诺肝素钠原料药和制剂获批情况

批文	编号	企业
原料 药	1	深圳天道医药有限公司
	2	南京健友生化制药股份有限公司
	3	杭州九源基因工程有限公司
	4	东营天东制药有限公司
注射 液	1	深圳天道医药有限公司（海普瑞） 1.0ml:100mg、0.8ml:80mg、 0.6ml:60mg、0.4ml:40mg、0.2ml:20mg

2	杭州九源基因工程有限公司	0.6ml:6000AxaIU、0.4ml:4000AxaIU
3	赛诺菲	0.4ml:4000AxaIU、0.6ml:6000AxaIU、0.8ml:8000AxaIU、1.0ml:10000AxaIU
4	南京健友生化制药股份有限公司	0.4ml: 40mg(4000IU)

数据来源：公司公告 上海证券

公司其他在研品种包括塞来西布、莫西沙星等，目前公司原料药有多个储备项目正在进行后续研发、申报。研发团队有 100 人左右，其中大部分专注于原料药的开发。

表 公司部分在研品种概况

名称	CAS	应用	质量版本
替卡格雷	274693-27-5	即替格瑞洛，抗凝	under development (Lab)
达比加群酯	211915-06-9	抗凝	under development (Lab)
非诺贝特	49652-28-9	降脂药	under development (Lab)
左乙拉西坦	102767-28-2	适应症为用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作的加用治疗	under development (Lab)
莫西沙星	186826-86-8	抗微生物药物	under development (Polit)
塞来昔布	169590-42-5	成人骨关节炎和类风湿关节炎	under development (Polit)
度洛西汀	136434-34-9	抗抑郁药物	under development (Polit)

数据来源：公司网站 上海证券

2.2 逐步涉足保健品

保健品是公司新涉足的领域，也是未来发展的重点业务领域。

2014 年 3 月，公司与韩国星宇合资成立的天森保健品有限公司，公司持合资公司股份 90%，韩国星宇持合资公司股份 10%。

2014 年 10 月 09 日

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。

韩国星宇在 2006 年开始成功涉足保健品业务后，能够对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；结合天马精化现有医药中间体及原料药业务，共同拟定、开发、报批保健品，并提供主要原料（成份）的供应；同时，公司有能力完成国内客户渠道资源的开发工作。公司现有的原料药品种中，类似胞磷胆碱钠（酸），大豆卵磷脂等，都是在海外有较大市场的脑营养保健品原料，公司正在进行胞磷胆碱酸脑营养产品方面的前期研究。

2014 年 6 月，公司与苏州神元生物科技股份有限公司签订了《增资协议书》，以增资方式参股神元生物，持股 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。其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产品。

神元生物此前的销售收入主要来源于石斛的苗木，公司未来将开发保健品销售渠道，加大对神元生物的保健品的销售推广力度。

表 2 神元生物财务状况和经营情况（元）

项目	2014 年 5 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
总资产	80,329,872.21	72,688,547.07
总负债	18,542,729.54	23,236,151.94
净资产	61,787,142.67	49,452,395.13
营业收入	6,291,348.46	26,756,502.26
净利润	1,578,800.73	10,867,127.40

数据来源：公司公告 上海证券

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、AKD 产品价格稳定；
- 2、原料药新品种申报进展顺利，氯吡格雷产销顺畅；
- 3、保健品业务按计划推进；
- 4、不发生重大安全事故。

4.2 盈利预测

我们预计，2014-2016 年，公司的净利润将实现年递增 10.68%、55.80%和 24.01%，相应的每股收益为 0.09 元、0.14 元和 0.18 元。

五、首次给予“未来六个月，中性”评级

公司 13 年实现 EPS0.08 元，预计 14 年实现 EPS 为 0.09 元，以 10 月 8 日收盘价 8.39 元计算，静态与动态 PE 分别为 92.09 倍和 59.11 倍。公司业务包括精细化工和医药原料药，按照申万三级行业分类，其他化学制品行业上市公司 13、14 年市盈率中值为 47.53 倍和 46.60 倍。化学原料药上市公司 13、14 年市盈率中值为 45.75 倍和 39.98 倍。公司目前的估值高于化学制品和化学原料药行业平均估值。考虑到 AKD 市场竞争格局的改善以及公司的龙头地位，ASA 即将产生业绩，公司正加紧进入医药原料药及保健品领域，这两者将改善公司毛利水平，公司传统业务见底，新增业务毛利水平高于原有业务，并将很快贡献业绩。我们看好公司未来的发展前景，考虑到估值及公司业绩增速，首次给予公司“未来六个月，中性”评级。

六、风险提示

6.1 AKD 价格变化

目前造纸行业处于稳定增长时期，AKD 行业增速平稳，公司业务发展主要依靠市场结构调整，集中度提升。如果市场出现新进入者或者价格竞争，导致毛利水平下降，将直接影响公司业绩。

6.2 保健品业务拓展不及预期

目前国内保健品市场前景广阔，需求量大，但是市场纷繁芜杂，产品众多，公司保健品业务属于新增业务，此前渠道基础薄弱，如果保健品业务开拓不力，会影响到公司业绩预期。

6.3 原料药品种申报进度缓慢

公司在研原料药品种较多，预计今年依诺肝素钠和磺达肝葵钠提交申请，目前已有部分企业获批依诺肝素钠，在评审状态的磺达肝葵钠也较多，如果审批进度缓慢，导致未来公司品种上市较晚，市场竞争激烈，产品价格下滑，或者不能获批，会对影响公司业绩预期。

此外，公司在研品种较多，如果研发失败，对公司也会有不利影响。

七、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	1,044.02	1,121.67	1,191.89	1,473.29	1,721.59
二、营业总成本	958.69	1,077.14	1,127.63	1,373.17	1,597.43
营业成本	824.55	941.47	974.36	1,193.28	1,394.97
营业税金及附加	3.21	3.46	3.69	4.57	5.34
销售费用	38.09	40.90	45.29	55.25	62.84
管理费用	70.04	68.55	89.39	103.13	117.07
财务费用	15.96	21.22	14.90	16.94	17.22
资产减值损失					
三、其他经营收益	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.16	4.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	85.49	49.56	64.26	100.12	124.16
四、营业利润	8.55	10.14	0.00	0.00	0.00
加: 营业外收入	1.24	1.40	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	92.80	58.29	64.26	100.12	124.16
五、利润总额	17.83	11.04	12.21	19.02	23.59
减: 所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 未确认的投资损失	74.97	47.25	52.05	81.09	100.57
六、净利润	2.10	0.23	0.00	0.00	0.00
减: 少数股东损益	72.87	47.03	52.05	81.09	100.57
归属于母公司所有者 的净利润	0.13	0.08	0.09	0.14	0.18
七、摊薄每股收益(元)	1,044.02	1,121.67	1,191.89	1,473.29	1,721.59

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,059.26	1,120.11	1,394.33	1,634.74
AKD 系列造纸化学品	405.10	344.33	447.63	514.78
农药中间体	133.85	200.77	271.04	325.25
其他造纸化学品	176.39	190.50	219.08	251.94
原料药	0.00	155.00	178.25	204.99
医药中间体	256.55	153.93	184.72	221.66
光气衍生品及光气加工	58.38	29.19	37.95	49.33
其他	28.99	46.39	55.66	66.80
其他非主营收入	62.42	71.78	78.96	86.85
收入合计	1,121.68	1,191.89	1,473.29	1,721.59
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	884.06	911.19	1,123.01	1,317.68
AKD 系列造纸化学品	356.25	306.46	380.49	437.56
农药中间体	117.48	160.61	216.83	260.20
其他造纸化学品	132.02	150.50	173.07	199.03
原料药	0.00	116.25	135.47	157.84
医药中间体	207.53	123.15	149.62	179.55
光气衍生品及光气加工	48.60	18.97	24.67	32.07
其他	22.17	35.25	42.86	51.43
其他非主营收入	57.41	63.16	70.27	77.30
收入合计	941.47	974.36	1,193.28	1,394.97
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	10.27%	-15.00%	30.00%	15.00%
AKD 系列造纸化学品	0.27%	-15.00%	30.00%	15.00%
农药中间体	13.56%	50.00%	35.00%	20.00%
其他造纸化学品	10.97%	8.00%	15.00%	15.00%
原料药	-	-	15.00%	15.00%
医药中间体	28.71%	-40.00%	20.00%	20.00%
光气衍生品及光气加工	45.20%	-50.00%	30.00%	30.00%
其他	-28.00%	60.00%	20.00%	20.00%
其他非主营收入	-25.14%	15.0%	10.0%	10.0%
收入合计	7.44%	6.26%	23.61%	16.85%
分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	16.54%	-164.62%	-150.88%	-155.97%
AKD 系列造纸化学品	12.06%	11.00%	15.00%	15.00%
农药中间体	12.22%	20.00%	20.00%	20.00%
其他造纸化学品	25.15%	21.00%	21.00%	21.00%
原料药	-	25.00%	24.00%	23.00%
医药中间体	19.11%	20.00%	19.00%	19.00%
光气衍生品及光气加工	16.75%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	23.52%	24.00%	23.00%	23.00%

其他非主营收入	8.02%	12.00%	11.00%	11.00%
收入合计	16.07%	18.25%	19.01%	18.97%

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 H1
销售毛利率(%)	19.37	21.02	16.06	18.62
EBIT/主营业务收入(%)	10.93	10.18	6.76	9.22
销售净利率(%)	8.86	7.18	4.21	5.96
净资产收益率(全面摊薄)(%)	10.10	9.99	4.04	2.53
流动比率	1.72	1.21	1.65	1.52
速动比率	1.38	0.90	1.32	1.18
资产负债率(%)	30.25	39.14	32.38	33.35
存货周转率	6.70	6.23	5.63	2.01
应收账款周转率	5.13	4.96	4.85	2.23
总资产周转率	0.82	0.85	0.73	0.27
净利润同比增长率(%)	32.07	-3.84	-35.47	3.34
每股收益(全面摊薄)	0.63	0.30	0.18	0.05
每股经营性现金流量	-0.19	0.16	0.12	0.22
每股未分配利润	1.46	0.92	0.79	0.42
每股资本公积金	3.62	1.03	2.19	0.60

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏赟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。