

公司研究

新股研究

建议询价区间: 16.99-19.12 元

稳固造纸施胶剂业务 发展医药中间体产品

——天马精化(002453)新股研究

核心观点

申购建议:

预计公司2010年和2011年全面摊薄每股收益为0.59元和0.74元。当前化工行业可比上市公司2010年平均市盈率为40倍,2011年平均市盈率为27倍。由于生产医药中间体的公司估值普遍较高,拉高了整体的估值水平,其他专用化学品类公司的估值在25-35之间,公司跨越医药中间体和造纸化学品两个行业,因此我们给予公司2010年32-36倍的PE,对应二级市场的合理价格为18.88元-21.24元,给予10%的折扣,建议一级市场询价区间为16.99元-19.12元。

主要依据:

1、公司属于精细化工行业。产品可分为造纸化学品和医药中间体两类。其中75%的收入来源于造纸化学品,24%的收入来源于医药中间体。

2、细分行业龙头:公司拥有造纸施胶剂ADK的产能5.3万吨,占国内总产能的50%,是国内最大的生产厂家。医药化学品中,公司的氨基酸保护剂系列中A酯、A胺两个产品在国内同样处于市场领先地位,分别拥有21.7%、38.1%的市场占有率,位居国内第一。

3、精细化工行业的核心竞争力在于技术优势和优质客户的认证。公司是我国唯一一家掌握无溶剂法AKD(烷基烯酮二聚体)生产工艺的内资企业,已经成功进入了国内外各大造纸企业;在多肽相关中间体领域处于国内领先,与包括拜耳、惠氏、巴亨、默沙东等国际医药巨头建立良好合作关系。

风险提示:

(1) 汇兑损失风险:公司出口比例逐渐加大,人民币的升值将直接影响产品的国际市场竞争力和公司的汇兑损失。

(2) 原材料价格上涨的风险:主要原材料硬脂酸价格受棕榈油、石油价格波动影响较大,主要原材料价格的上涨将直接影响公司的经营业绩。

基础数据

发行前总股本(万股)	9000.00
发行股本(万股)	3000.00
总市值(亿元)	--
总资产(亿元)	5.59
发行前每股净资产(元)	2.52
建议询价区间(元)	16.99-19.12

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	432	588	687	891
同比增速(%)	-0.08%	36.35%	16.69%	29.75%
净利润(百万)	47	71	89	116
同比增速(%)	40.25%	51.38%	25.08%	30.06%
EPS(元)	0.39	0.59	0.74	0.96

研究员:邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	苏州天马精细化学品股份有限公司
公司简称	天马精化
发行地	深圳
发行日期	2010-07-07
申购代码	002453
发行股数(万股)	3000
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本(万股)	12000
每股盈利(2009年)	0.51
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.39
发行前每股净资产(元)	2.59

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

2、公司基本情况

公司属于精细化工行业。产品可分为造纸化学品和医药中间体两类。公司造纸化学品以造纸用施胶剂 AKD 系列产品为主, 医药中间体主要包括氨基酸保护剂(A 酯、A 胺等)、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列 150 多个产品。其中 75% 的收入来源于造纸化学品, 24% 的收入来源于医药中间体。

公司现拥有造纸化学品产能 5.3 万吨(包括 AKD 外协 0.8 万吨和今年新增 1 万吨产能), 是我国唯一一家掌握无溶剂法 AKD(烷基烯酮二聚体)生产工艺的内资企业, 占据 ADK 国内总产能的 50%, 是国内最大的生产厂家。

医药化学品中, 公司的氨基酸保护剂系列中 A 酯、A 胺两个产品在国内同样处于市场领先地位, 分别拥有 21.7%、38.1% 的市场占有率, 位居国内第一。在多肽相关中间体领域处于国内领先, 与包括拜耳、惠氏、巴亨、默沙东等国际医药巨头建立良好合作关系。

3 公司竞争优势分析

3.1 技术领先优势

精细化工行业核心竞争力之一就是企业拥有先进的技术和工艺以及不断优化、升级的能力。

公司自主开发的精细化学品 AKD 的新型生产工艺, 目前已成功的应用于国内各类纸机生产线, 打破了国内市场 AKD 产品长期以来依赖进口的局面, 提升国内造纸化学品的技术水平的同时获得了良好的经济效益, 一举奠定了公司在该产品上的国内龙头企业地位。

目前公司已经取得的专利有 6 项, 正在申请的有 10 项, 并且主要围绕公司未来的业务发展重点高级医药中间体类精细化学品的合成工艺和相关技术, 并且均为发明专利。

3.2 客户优质及市场优势

精细化工另外一个行业壁垒就是客户认证。下游较为稳定的优质客户认定和考察供应商需要较长的时间并且条件非常苛刻, 但是一旦认定供应商不会轻易更换。因此, 和优质客户的合作不仅在一定程度上标志着公司产品质量和技术水平赢得了国际市场的

认可，也为公司进一步开拓市场创造了有利条件。

公司的造纸用系列精细化学品由于系列齐全、质量可靠以及后续服务完善，已成功的进入了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。

表 2: 2008 年我国纸业 10 强 单位: 亿元、万吨

序号	公司名称	收入	产量	序号	公司名称	收入	产量
1	晨鸣纸业	155	317	6	理文造纸	94	277
2	华泰集团	139	152	7	金东纸业	91	231
3	东莞玖龙	138	443	8	山东泉林	69	56
4	博汇纸业	106	73	9	中冶银河	66	48
5	太阳纸业	102	188	10	宁波中华	63	145

数据来源: 中国纸业网

公司的医药中间体类精细化学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,主要客户均为国际性的大型医药及化工知名企业。

表 3: 公司部分医药中间体客户

客户名称	国家	客户简介	与公司合作的产品
GSK (葛来素-史克)	英国	全球第二大制药、生物以及卫生保健公司	氨基酸保护剂-A 胺
Bayer AG (拜耳)	德国	德国最大的制药企业, 2008 年世界制药企业排名第十	葡辛胺系列-葡甲胺
Abbott (雅培)	美国	2008 年世界制药企业排名第九 (世界 500 强)	氨基酸保护剂及其他医药中间体
Merck & Co (默沙东)	美国	2008 年世界制药企业排名第八 (世界 500 强)	保护氨基酸, 氨基酸衍生物
Wyeth (惠氏)	美国	全球 500 强企业之一, 也是全球最大的以研发为基础的制药和保健品公司之一。	保护氨基酸, 氨基酸衍生物
Sanofi-Aventis (赛诺非-安万特)	法国	2008 年世界制药企业排名第三	氨基酸保护剂, 保护氨基酸
AstraZeneca 阿斯利康	英国	阿斯利康, 世界著名的制药公司	保护氨基酸
SK	韩国	韩国第三大企业集团	药物中间体, 氨基酸保护剂 (A-酯), TICC
Roche (罗氏)	瑞士	全球第四大制药集团	氨基酸保护剂, 多肽缩合剂和保护氨基酸

数据来源: 招股说明书 国都证券

3.3 细分行业的龙头企业

公司主要产品均占据了同类产品的较大市场份额,以公司拥有核心工艺专利的精细化工产品—AKD 原粉为例,近几年产能迅速扩增,2008 年已经达到国内总产能的 50%。在医药中间体产品领域,公司的氨基酸保护剂系列中 A 酯、A 胺两个产品在国内同样处于市场领先地位,分别拥有 21.7%和 38.1%的市场份额,居国内首位。

表 4: AKD 原粉产品在国内市场的生产情况

公司名称	产量				
	2008 年 产能	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
天马精化	20,000	17,000	11,400	4,600	2,400
兖州市天成化工	12,000	10,000	10,000	10,000	8,000
镇江市天亿化工	5,000	4,000	4,000	4,000	3,000
龙口市龙牌精细化工	2,000	1,300	1,300	1,300	1,000
其它	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

合计	40,000	33,300	27,700	20,900	15,400
----	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：招股说明书 国都证券

表 5：公司主要医药化学品国内企业产量及份额

产品	主要生产企业	2008 年度产量 (吨)	份额
A 胺	天马精化	81	21.70%
	江山市波恩化工有限公司	80	21.50%
	扬州宝盛生物化工有限公司	30	8%
	东台市东靖医化科技有限公司	30	8%
	嘉兴市吉拉特化工有限公司	30	8%
	浙江德清县银苑化工有限公司	30	8%
	其他公司	92	24.80%
A 酯	天马精化	29.8	38.10%
	泰兴市海胜化工有限公司	20	25.50%
	扬州宝盛生物化工有限公司	14	17.90%
	四川三高生化股份有限公司	7	8.90%
	湖南海利化工股份有限公司	4	5.10%
	其他公司	3.5	4.50%

数据来源：招股说明书 国都证券

4、募集资金投向

公司募集资金将全部投资于 5.2 万吨造纸化学品的产能扩建和 450 吨医药中间体项目。项目投产后，公司 AKD 系列产品的原粉和乳液生产能力将由目前的每年 2.4 万吨提高到 2.7 万吨，增加幅度约为 12.5%；其他造纸化学品的生产能力将由目前的每年 1.1 万吨提高到 2.5 万吨，增加幅度约为 127%；医药中间体产品的生产能力将由目前的每年 670 吨提高到 1,120 吨，增加幅度约为 67%。

通过前几年大规模的扩产之后，公司未来对于造纸化学品类精细化工产品的发展规划则主要是通过工艺优化提高产品质量、生产效率，开发高规格系列产品提高产品的附加值，因此投资金额相对较小。

公司将在医药中间体类精细化学品上的投资有所侧重，主要原因是公司进入医药中间体行业的时间相对较短，但是市场开拓非常顺利，受到国际大客户的认可，公司在这一领域的技术储备也非常雄厚，未来前景光明。

5、盈利预测

表 6：盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	432	588	687	891
营业收入	432	588	687	891
营业总成本	377	505	582	753
营业成本	331	443	514	662
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	17	24	30	40
管理费用	22	30	36	49
财务费用	5	6	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0

其他经营收益				
公允价值变动收益				
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	55	84	105	138
加: 营业外收入	3	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	58	84	105	138
减: 所得税	11	13	16	22
净利润	47	71	89	116
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	71	89	116
全面摊薄每股收益 (元)	0.39	0.59	0.74	0.96

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年稀释后每股收益为 0.59 元、0.74 元、0.96 元, 三年复合增长率为 35%。

公司属于精细化工行业, 跨造纸化学品和医药化学品两个细分行业。我们选取九九久、联化科技、永太科技等做医药中间体的公司和奥克股份、三聚环保、安诺其等精细化工公司作为可比公司。

按照 2010 年 6 月 30 日收盘价, 可比公司 2010 年的平均动态市盈率为 40 倍, 2011 年的平均动态市盈率为 27 倍, 由于生产医药中间体的公司估值普遍较高, 拉高了整体的估值水平, 其他专用化学品类公司的估值在 25-35 之间, 综合考虑公司所处的两个细分行业, 2010 年公司的合理市盈率为 32-36 倍, 对应二级市场的合理价格为 18.88 元-21.24 元之间, 给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 16.99 元-19.12 元。

表 7: 可比上市公司估值比较

代码	名称	股价 06-30	EPS (元/股)				PE			
			2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
002411	九九久	33.61	0.47	0.89	1.18	1.72	72	38	28	20
002250	联化科技	27.29	0.53	0.81	1.1	1.43	51	34	25	19
002326	永太科技	47.16	0.43	0.73	1.22	2.14	110	65	39	22
300072	三聚环保	39.3	0.52	0.79	1.31	1.76	76	50	30	22
300067	安诺其	18.24	0.43	0.75	1.04	1.2	42	24	18	15
300082	奥克股份	66.9	1.55	2.28	3.23	4.19	43	29	21	16
	平均						66	40	27	19

数据来源: 国都证券

7、风险提示

汇兑损失: 公司出口收入呈逐渐提高的发展态势, 且主要以美元报价和结算, 人民币的升值将直接影响产品的国际市场竞争力和公司的汇兑损失。

原材料价格上涨: 以公司产品销售份额比重最高的 AKD 原粉为例, 其主要原材料硬脂酸价格受棕榈油、石油价格波动影响较大, 主要原材料价格的上涨将直接影响公司的经营业绩。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com