

# 天马精化：双轮驱动铸就精细化学品领跑者

## 新股分析报告

### 报告关键点:

- 📖 医药中间体业务拉动公司业务爆发式增长
- 📖 产能扩张巩固造纸化学品行业龙头地位
- 📖 公司的合理价值区间为12.6~14.7元

### 报告摘要:

- **公司是专业从事各类精细化学品的研发、生产与销售精细化工企业。**公司主要产品应用领域为造纸精细化学品AKD系列施胶剂、医药中间体等。目前总股本9,000 万股，本次拟公开发行不超过3,000 万股，发行后公司总股本不超过12,000 万股。天马集团为公司控股股东，持股比例为64.88%，公司法定代表人为顾志强，持股比例为2.78%。公司的控股子公司为天禾化学品和中科天马，没有参股公司。
- **医药中间体业务拉动公司业务爆发式增长。**医药中间体业务由于有着较高的技术壁垒，长期以来保持着较高的毛利水平，07年、08年、09年分别达到了32%，28%和31%。多肽类药物是目前国际上最尖端的新药研究领域之一，有望持续高速增长并成为下一个高科技产业的引擎。公司主营的氨基酸保护剂和保护氨基酸是合成多肽类药物的主要中间体产品。随着多肽类药物在全球的普及以及公司新增产能的扩张，必将使公司业务呈现爆发式增长。
- **产能扩张巩固造纸化学品行业龙头地位。**中国造纸产业正朝着不断优化产业结构，提升产品品质的方向发展。对纸品质要求的提高会促进造纸行业进一步细分，有更多的、更高档的新产品出现，这无疑将加大对造纸化学品的需求。公司作为国内造纸化学品的龙头，在行业发展中起着领导作用。随着新增产能的拓张以及产品线的进一步完善，公司可依靠技术和成本优势获取行业超额收益。
- **盈利预测：**我们预测公司2010、2011和2012年摊薄后的每股收益分别为0.42元、0.57元和0.66元。按照30-35PE相对估值，公司2009年摊薄EPS 0.385元，建议询价区间为11.55~13.48元。公司的合理价值区间为12.6~14.7元。
- **风险提示：**出口退税政策变化的风险、汇率风险、投资项目的风险等。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	431.9	431.5	464.5	605.3	670.4
Growth(%)	31.2%	-0.1%	7.6%	30.3%	10.7%
净利润	33.5	46.2	50.8	68.4	80.8
Growth(%)	37.0%	38.0%	9.8%	34.7%	18.1%
毛利率(%)	19.3%	23.3%	23.3%	23.8%	24.6%
净利润率(%)	7.8%	10.7%	10.9%	11.3%	12.1%
每股收益(元)	0.28	0.39	0.42	0.57	0.66
每股净资产(元)	1.46	1.94	3.62	4.09	4.63
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	19.2%	20.1%	9.3%	11.4%	12.1%
ROIC(%)	35.0%	22.7%	19.9%	16.2%	14.4%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

建议询价区间:

11.55 - 13.48 元

上市首日定价区间:

12.60 - 14.70 元

报告日期: 2010-06-30

### 发行数据

总股本(万股)	9,000
发行数量(万股)	3,000
网下发行(万股)	600
网上发行(万股)	2,400
保荐机构	
发行日期	2010-07-07
发行方式	网下询价,上网定价

### 股东信息

苏州天马医药集团有限公司	64.88%
苏州国发创新资本投资有限公司	11.27%
顾志强	2.78%
任海峰	2.73%
深圳市创新投资集团有限公司	2.73%
孔小明	2.22%
苏州工业园区海富投资有限公司	2.00%
曹倡娥	2.00%
马惠红	1.61%
吴九德	1.50%

### 研究员

<b>刘军</b>	<b>首席行业分析师</b>
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
<b>谭志勇</b>	<b>助理行业分析师</b>
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn

## 1. 公司简介

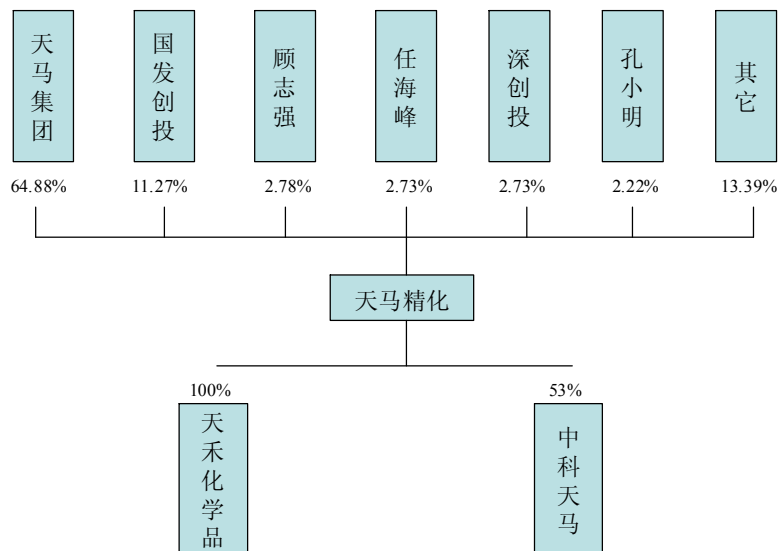
### 1.1. 基本情况

公司是专业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。经过近十年的持续发展，公司目前已经拥有多个产品系列，业务内容涵盖产品研发、工艺优化开发、规模化生产、定制加工生产等完整的精细化工业务体系，积累了AKD连续化生产等多项核心技术和丰富的产业化生产和管理经验，是国内具有一流竞争力的精细化学品专业生产企业。根据中国化工信息中心调研统计数据，近年来发行人主要产品AKD原粉、A酯和A胺的市场占有率和市场排名均位居全国前列，行业地位和市场领先优势明显。

### 1.2. 股权结构

公司目前总股本9,000万股，本次拟公开发行不超过3,000万股，发行后公司总股本不超过12,000万股。天马集团为公司控股股东，持股比例为64.88%，公司法定代表人为顾志强，持股比例为2.78%。公司的控股子公司为天禾化学品和中科天马，没有参股公司。

图1 公司股权结构



资料来源：招股说明书 安信证券研究中心

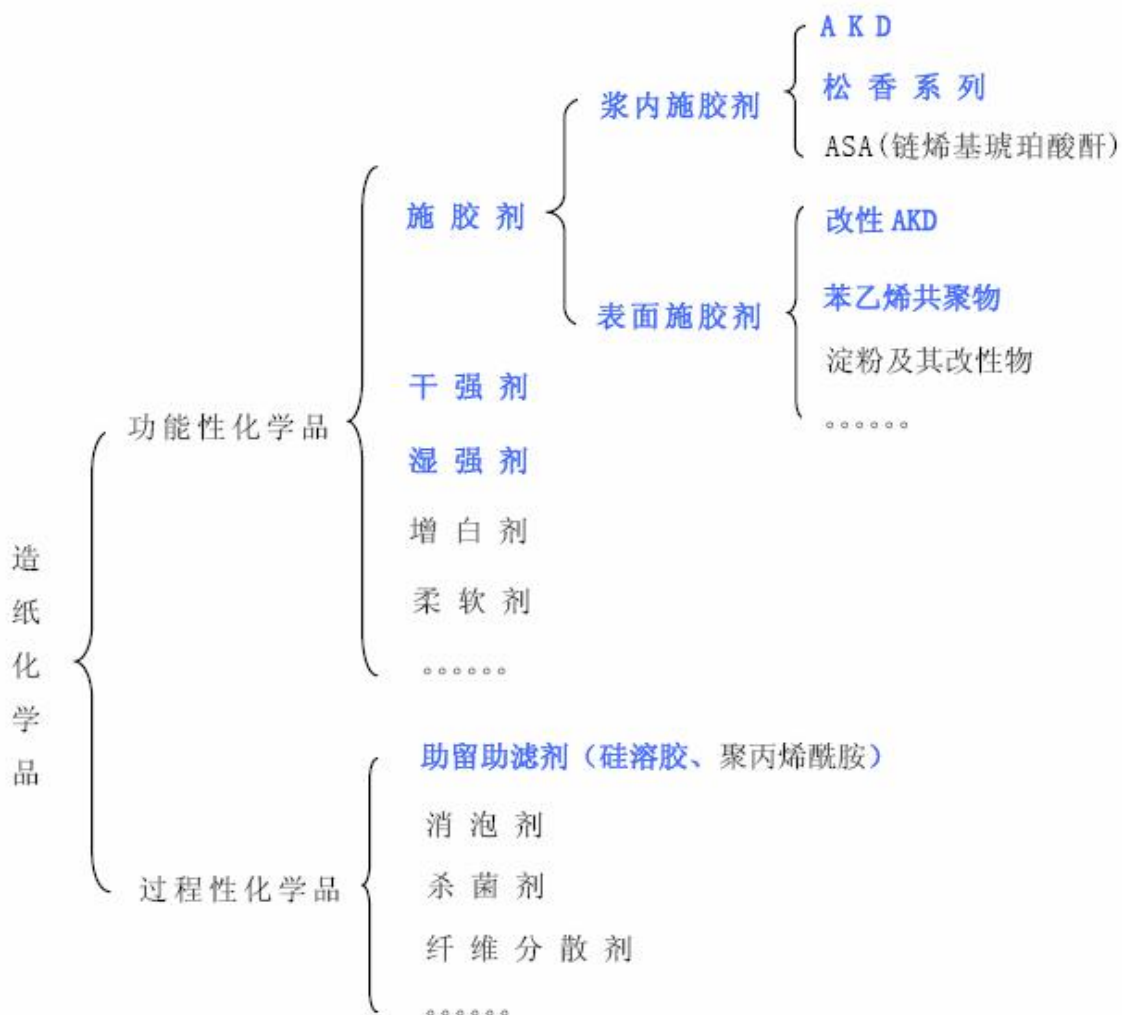
## 2. 行业分析

### 2.1. 造纸化学品行业

#### 2.1.1. 产业链分析

造纸用精细化学品是指根据造纸工业特殊需要精细加工并具有相应的专业配套应用技术的一大类化工产品，在我国已经形成一个崭新的精细化工行业。造纸工业是以纤维为原料的化学加工工业，在制浆、漂白、打浆、抄造及成纸后加工这一工艺全过程的各个阶段，均离不开各种化学品的应用，它们有的能赋予纸张各种特殊的优越性能（如抗水性、抗油性、湿强度、平滑性、印刷适性、柔软性等等），有的能用较差的纤维原料生产出更薄、更白、更牢的纸；有的能使生产过程优化、纸机运行速度提高，而且具有大幅度减少对环境污染的优点，给造纸工业带来良好的经济效益。

图2 造纸化学品分类



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

造纸化学品逐步由酸性条件使用转变为碱性条件使用。欧美发达国家使用比例已经超过了90%。同时造纸化学品的消耗量占整个造纸工业总产量的比例越来越高，目前已达2%-3%左右。而2006年我国造纸化学品的消耗量占比仅为0.6%，预计到2010年该比例可提升至1%。预计未来年均消耗增长率将达到8.8%，发展潜力巨大。

其中功能性化学品中的施胶剂是最重要的一类造纸化学品。阳离子分散松香胶及合成化工产品AKD可以在中性或碱性条件下进行施胶，在减少了对环境污染的同时，施胶效果也显著优于传统的施胶剂产品，其中的AKD系列施胶剂是现代造纸工业应用最广泛的施胶剂产品。

### 2.1.2. 市场供求状况

#### 2.1.2.1. 中高档纸制品拉动需求

未来5-10年，中国整个造纸产业将朝着不断优化产业结构，提升产品品质的方向发展。造纸行业将淘汰落后产能，增加低能耗、无污染产能，提升中高档纸制品的比重。这种对纸品质的高要求会促进造纸行业进一步细分，有更多的、更高档的新产品出现，这无疑将加大对造纸化学品的需求。

国内原来的主要纸产品为中低档产品，近年来中高档纸制品的需求越来越大。其中铜版纸和高档涂布白板纸2000-2008年的生产量年均增长率分别达到了19.58%和23.32%。从总消费量方面看，国外发达国家造纸化学品消耗量占造纸工业总产量的

2%~3%，并且还有增长的趋势，而我国仅为1%左右。2005年全球造纸化学品市场的销售额为264亿美元；2006年为280亿美元，而2005年我国造纸化学品的销售额约为20亿美元，差距显而易见，但同时也说明我国造纸化学品市场开发的前景和空间十分诱人。中国造纸化学品工业协会专家预计，我国造纸化学品未来10年的平均增长率将达到8.8%，到2015年造纸化学品市场规模将会达到500亿~600亿元。

#### 2.1.2.2. 造纸化学品的供给

中国造纸化学品市场的巨大发展空间，吸引了行业内跨国企业纷纷到中国投资建厂。从规模上，国外厂商规模较大，如依卡化学品在中国拥有4.8万吨造纸化学品年生产能力，凯米拉为3万吨，播磨为2万吨。但随着市场发展，国内企业的生产规模也得到了快速提升，部分领先企业已经接近甚至超过了外资企业。目前的行业状况是国内市场需求稳步增长，产品的生产供应逐步由外资企业转向国内企业主导；国际市场获得突破，以AKD为代表的部分优势产品快速扩大市场份额，逐步占据国际市场主流地位。

#### 2.1.3. 行业利润水平变动趋势

造纸化学品近年来在国内市场取得了飞速的发展，随着生产工艺的逐步成熟，在产量和产品品质上都有了极大的提高，利润率也比较稳定。以造纸化学品中的AKD产品为例，根据中国化工信息中心的调研资料：2008年我国AKD原粉的行业平均毛利率约为10%。

### 2.2. 医药中间体行业

#### 2.2.1. 产业链分析

医药中间体类精细化工产品有一些特殊性，对基础化工原料的配套要求高、需要大量经验丰富且成本较低的开发技术人员等，因此美国和欧洲的许多大制药公司选择从配套生产能力强的国家进口质量可靠的医药中间体。同时，出口医药中间体不像药品那样会受到进口国的种种限制。这为中国发展医药中间体产业提供了机遇。

多肽类药物是目前国际上最尖端的新药研究领域之一，在欧美等发达国家的开发和使用时正处于快速增长的阶段。近年来，多肽类药物由于其具有氨基酸类药物的“无副作用”特点，受到了市场积极的关注，被广泛应用于治疗心血管疾病、艾滋病及癌症等，呈现出逐步取代氯化、硝化、磺化等传统工艺生产的常用药物的发展趋势。在可预见的将来多肽类药物的市场将会持续高速增长并成为下一个高科技产业的引擎。

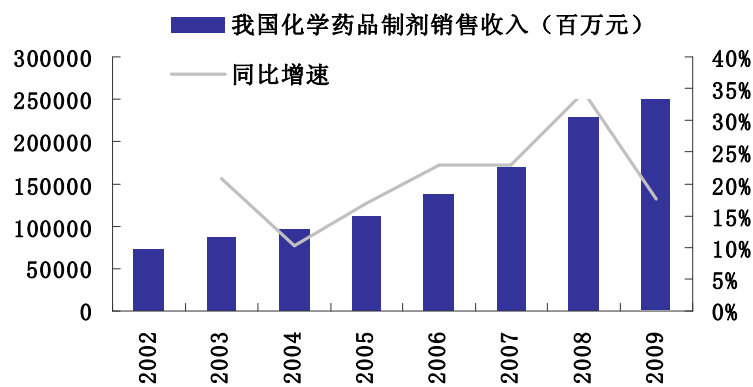
氨基酸保护剂和保护氨基酸是合成多肽类药物的主要中间体产品，随着多肽类药物在世界范围内的进一步普及，新型功能多肽医药产品被开发，氨基酸保护剂和保护氨基酸等多肽医药中间体产品的需求也将快速增长。同时由于这类医药中间体产品技术门槛和技术质量标准较高，因此产品的附加值和利润率也相对丰厚。

#### 2.2.2. 市场供求状况

##### 2.2.2.1. 医药中间体需求

2009年我国化学药品制剂制造业完成销售收入2,690亿元，同比增长17.7%；实现利润253.2亿元，同比增长16.8%。医药产业依然保持着相当明显的增势。医药市场的前景看好，必将推动上游医药中间体的走强。

图3 我国化学药品制剂销售收入



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

多肽类药物是药品的新型领域。随着新技术的不断涌现，多肽类药物的适用范围也越来越广泛。从欧美发达国家的临床应用来看，多肽类药物已普遍应用于治疗心血管疾病、糖尿病和艾滋病等现代社会疾病，且具有显著功效。与其他药物相比，多肽类药物具备高效、低毒和特异性强的显著优势。据预测，未来5年，多肽类治疗药物每年将以超过15%的幅度增长。特别是近年来，伴随着合成技术和化学新技术的不断发展，肽类产品的稳定性也越来越高，应用型肽类产品越来越多，由此带动了上游氨基酸、氨基酸保护剂、保护氨基酸等中间体产品的需求增长。

#### 2.2.2.2. 医药中间体供给

我国医药中间体供大于求现象较为突出，对于出口的依赖度也逐渐增大。但是我国的出口主要集中在VC、青霉素、对乙酰氨基酚、柠檬酸及其盐和酯等大宗产品，这些产品的特点是产品产量巨大，生产企业较多，市场竞争激烈，产品价格及附加值均偏低，它们的大量生产造成了国内医药中间体市场供大于求的局面。高技术含量的产品仍主要依赖进口。

对于保护氨基酸类医药中间体，国内生产企业中大部分产品品种单一，质量不稳定，主要是为国外生物制药公司定制化生产产品。只有一些具有较强研究开发实力、拥有先进生产设施及规模化生产经验的企业才能在竞争中获取高利润。

#### 2.2.3. 行业利润水平变动趋势

医药中间体产品有一共同的特点，在产品最初上市时利润很高，但是当此产品上市3~5年，生产厂家增多，竞争加剧后，毛利率会有较大幅度下降。在我国整个医药中间体市场上，发展较为成熟的医药中间体目前毛利率较低，有的甚至在7%~8%。我国氨基酸保护剂类和保护氨基酸类中间体的工业化时间较短，由于不同企业间的生产水平、技术水平、管理水平以及原料来源与采购价格等不同而有较大差异，各企业的生产成本差异很大，导致了各企业毛利率的差异，目前国内主要氨基酸保护剂中间体生产厂毛利率在15%~40%之间。

### 3. 公司分析

#### 3.1. 主营业务竞争力分析

##### 3.1.1. 经营范围

公司目前的主营业务为各类精细化工产品的研发、生产和销售，按照精细化学品下游的应用领域，发行人的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。

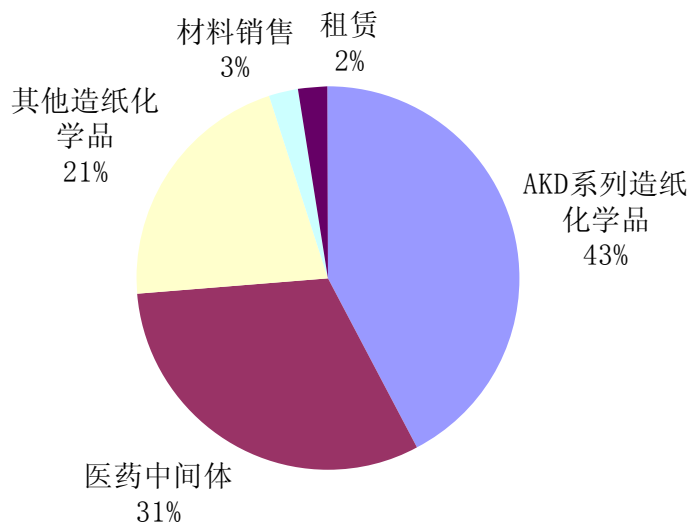
表1 主营业务构成 万元, %

	2009	2008	2007
营业收入	42,892.92	43,187.65	32,905.87
AKD系列造纸化学品	24,565.39	27,551.75	19,707.86
医药中间体	10,246.03	8,755.58	6,766.02
其他造纸化学品	6,466.69	5,134.59	4,501.13
材料销售	1,108.74	1,253.47	1,452.94
租赁	506.07	492.26	477.92
毛利率			
AKD系列造纸化学品	17.22%	13.99%	16.40%
医药中间体	30.54%	27.54%	32.01%
其他造纸化学品	33.08%	31.49%	38.31%
材料销售	22.81%	15.92%	15.77%
租赁	47.71%	47.92%	47.26%
收入构成			
AKD系列造纸化学品	57.27%	63.80%	59.89%
医药中间体	23.89%	20.27%	20.56%
其他造纸化学品	15.08%	11.89%	13.68%
材料销售	2.58%	2.90%	4.42%
租赁	1.18%	1.14%	1.45%

数据来源: WIND 安信证券研究中心

公司自设立以来主营业务未发生变化,一直专注于各类精细化学品的开发生产。主营业务突出,在毛利占比中达到了95%。其中医药中间体长期以来保持着较高的毛利水平,07,08,09年分别达到了32%,28%和31%。

图4 2009年毛利占比



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

### 3.1.2. 行业地位

公司主要产品均占据了同类产品的较大市场份额。公司凭借强大的研发实力不断优化产品的生产工艺,提高产品的质量和稳定性,AKD原粉的产销量快速增长,逐渐成为市场最主要的供应商。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,拥有较高的市场占有率。

**表2 AKD原粉产品在国内市场的生产情况**

公司名称	2008年产能	产量		
		2008	2007	2006
天马精化	20000	17000	11400	4600
天成化工	12000	10000	10000	10000
天亿化工	5000	4000	4000	4000
龙牌化工	2000	1300	1300	1300
其它	1000	1000	1000	1000
合计	40000	33300	27700	20900

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

**表3 A酯及A胺产品国内企业产量及份额**

产品	主要生产企业	2008年度产量(吨)	占有率
A 胺	天马精化	81	21.70%
	波恩化工	80	21.50%
	宝盛生物化工	30	8%
	东靖医化科技	30	8%
	吉拉特化工	30	8%
	银苑化工	30	8%
	其他公司	92	24.80%
A 酯	天马精化	29.8	38.10%
	海胜化工	20	25.50%
	宝盛生物化工	14	17.90%
	三高生化	7	8.90%
	海利化工	4	5.10%
	其他公司	3.5	4.50%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

新募集资金带来的产能扩张将进一步巩固公司行业龙头的地位。未来几年，本公司将继续保持在中高端产品中的竞争地位，保证较高的盈利能力，在造纸化学品和医药中间体中大力拓展市场，在保持较高的市场占有率的同时进一步提高业务毛利率，保证良好的发展趋势。

### 3.1.3. 竞争优势

#### 3.1.3.1. 工艺技术及合成能力优势

公司的技术升级能力体现在两方面，一方面体现在新产品的开发上，而另一方面体现在对于老产品通过工艺改良、流程优化等改进措施，达到提高产品质量，降低生产成本，更加符合环保要求的目的。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。

公司以中科天马为核心开发机构，可根据市场需要将科研与生产紧密结合起来，有较强的合成能力和规模化生产能力，可在最多3-12个月的周期内实现产品由实验室到产业化生产的全过程，较短的产品开发周期可大幅提高本公司的市场竞争力

#### 3.1.3.2. 核心客户及市场优势

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等。

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，以及获得了国际性的大型医药及化工知名企业的认可。由于这些公司选择的供

应商和“外部协作”企业都需要满足严格的条件，并经历长达数年的考察，因此这种合作不仅在一定程度上标志着本公司产品质量和技术水平赢得了国际市场的认可，也为本公司进一步开拓市场创造了有利条件。

### 3.2. 财务分析

表 4 公司主要财务指标

财务指标		2009	2008	2007
盈利能力	ROE	24.1	22.27	18.10
	毛利率	23.31	19.26	23.03
	期间费用率	10.42	9.73	11.7
偿债能力	流动比率	1.31	1.43	0.88
	速动比率	1.08	1.24	0.7
	资产负债率(%)	58.29	62.2	54.4
营运能力	存货周转率	7.8	11.49	9.26
	应收账款周转率	5.31	5.47	4.65
成长能力	每股经营活动现金流	0.81	0.16	0.80
	EPS	0.395	0.279	0.204

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司目前发展速度较快，在缺乏直接融资渠道的情况下，增加银行负债成为必然的选择，资产负债率处在相对较高的水平。流动比率、速动比率和母公司资产负债率呈现基本一致的变动趋势，表明公司具有良好的负债结构。随着公司销售量的扩大，存货周转率在合理范围内逐步下降。但是公司加强了业务管理，应收账款周转率有了较为显著的提高。

## 4. 募集资金投资项目分析

### 4.1. 项目概况

公司本次拟公开发行不超过3,000万股社会公众股，募集资金将全部投资于《年产52,000吨造纸化学品扩产建设项目》和《年产450吨医药中间体扩建项目》两个项目。项目投资总额20,900.82万元，拟用募集资金投入部分为16,339.60万元。募集资金投资项目技术成熟，为现有产品扩大规模，项目实施后将大幅提升公司造纸化学品和医药中间体的生产能力。

表 5 新建项目

项目名称	第一年投资	第二年投资	第三年投资	投资总额
年产 52,000 吨造纸化学品扩产建设项目	2,905.90	617.02	216.03	3,738.95
年产 450 吨医药中间体扩建项目	9,097.50	2,595.04	908.11	12,600.65
合计	12,003.40	3,212.06	1,124.14	16,339.60

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

### 4.2. 造纸化学品扩建项目

公司本次募集资金投资的造纸化学品类精细化工产品主要有AKD乳液、阳离子分散松香胶、增强剂和硅溶胶四个产品。其中AKD乳液的产能增加3,000吨，阳离子分散松香胶的产能增加3,000吨，硅溶胶的产能增加2,000吨，增强剂的产能增加9,000吨，各产品计划扩产的幅度是根据下游市场的需求增长趋势和公司的技术水平合理确定的。



表 6 造纸化学品新建项目

产品系列	2008 年		拟投资项目投产后公司全部生产能力 (2012 年)
	产能	产量	
1.施胶剂	34,000	32,255	42,000
AKD 原粉	12,000	16,867	12,000
AKD 乳液	12,000	7,078	15,000
阳离子分散松香胶	9,000	7,449	12,000
硅溶胶	1,000	860	3,000
2.增强剂	1,000	592	10,000

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

上述拟投资项目按计划在2010年底投产，投产期第一年生产负荷预计为70%，第二年即2012年新增产能将完全达产，届时可有效提升公司的产品供应能力，以满足市场和客户的需求。

### 4.3. 医药中间体扩建项目

公司本次募集资金投资的医药中间体产品主要有A胺、TICC、CMPP以及保护氨基酸系列四大品种。公司2008年医药中间体产品的产能为670吨，实际产量已达到632.90吨，按照谨慎的15%的年增长率计算，到2012年本公司医药中间体类产品的产销量将达到约1,107吨，大大超出了公司目前的生产能力。因此扩建增产成为公司业务发展的必要选择。

表 7 医药中间体新建项目

产品系列	2008 年		拟投资项目投产后公司全部生产能力 (2012 年)
	产能	产量	
1.氨基酸保护剂系列	130	122	430
A 胺	80	81	380
2.保护氨基酸系列	50	46	60
3.定制加工类医药中间体		6	140
新增：TICC		6	60
新增：CMPP			80
4.葡辛胺系列及其他医药中间体	490	459	490
合计	670	633	1120

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

公司医药中间体扩产项目将新增四个产品合计450吨/年的生产能力，其中A胺作为成熟产品，未来主要拓展国外快速增长的多肽类和新型合成药物市场；TICC和CMPP均为公司与美国罗氏等国际制药巨头合作开发的定制加工产品。投资项目按计划在2011年6月建成投产，达产期第一年生产负荷预计为70%，第二年即2012年新增产能将完全达产，届时可以满足市场和客户的需求。

## 5. 盈利预测和估值

### 5.1. 盈利预测

根据招股说明书中的项目达产进度，以及我们的盈利预测模型，我们预测公司 2010、2011 和 2012 年摊薄后的每股收益分别为 0.444 元、0.567 元和 0.657 元。

表 8 收入预测假设 万元

	2009	2010E	2011E	2012E
造纸化学品销售收入	31,031	33,256	37,175	40,807
AKD 乳液	2,877	3,353	4,068	4,820
AKD 原粉	21,688	22,791	23,505	23,505
其它造纸化学品	6,466	7,113	9,602	12,483
医药中间体	10,244	11,221	21,287	24,056
氨基酸保护剂系列	2,359	2,275	5,162	6,195
保护氨基酸系列	5,789	6,680	13,765	15,404
葡辛胺系列	1,755	1,892	1,947	2,003
其它医药中间体	341	375	413	454
主营业务收入合计	41,275	44,478	58,462	64,864
其它业务收入	1,879	1,973	2,072	2,175
营业收入	43,154	46,451	60,533	67,039

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

表 9 成本预测假设 万元

	2009	2010E	2011E	2012E
造纸化学品成本	24,660	26,293	30,315	32,635
AKD 乳液	1,910	2,189	2,611	3,003
AKD 原粉	18,423	19,344	21,279	21,279
其它造纸化学品	4,327	4,760	6,426	8,353
医药中间体	7,116	7,953	14,364	16,367
氨基酸保护剂系列	1,635	1,664	3,578	4,293
保护氨基酸系列	3,733	4,480	9,032	10,214
葡辛胺系列	1,479	1,513	1,430	1,501
其它医药中间体	269	296	326	358
主营业务成本合计	31,776	34,246	44,680	49,001
其它业务成本	1,318	1,384	1,453	1,526
营业成本	33,094	35,629	46,133	50,527

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

## 5.2. 估值分析

我们认为公司的估值参考体系有两个，一个是最近 5 家中小板上市公司，另一个是主板和中小板的化工新材料类上市公司。我们给予公司 30-35PE，按照 2009 年摊薄 EPS 0.385 元，建议询价区间为 11.55—13.48 元。预测 2010 公司摊薄计算的 EPS 为 0.42 元，公司的合理价值区间为 12.6—14.7 元。

表 10 最新中小板上市公司估值水平一览

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 09E	备注
002447	壹桥苗业	28.98	44.63	28.16	48	虾夷贝苗
002446	盛路通信	17.82	29.14	10.62	47	室内基站天线
002445	中南重工	18.80	28.50	15.25	34	管件
002444	巨星科技	29.00	26.93	14.02	35	手工具
002443	金洲管道	22.00	10.23	4.45	30	镀锌管
平均			25.27	12.83	36	

数据来源：WIND、安信证券研究中心

**表 11 化工材料上市公司估值水平一览 截止日期: 2010-6-30**

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB	备注
600378	天科股份	8.35	29.38	8.42	39	33	3	5	科研开发及服务设计
002215	诺普信	24.22	42.76	10.91	27	18	3	8	杀虫剂
002391	长青股份	45.39	33.49	14.95	34	28	5	15	农药
000627	天茂集团	4.15	10.21	5.73	60	60	4	4	重化工产品
002408	齐翔腾达	24.68	22.82	13.37	27	22	4	13	甲乙酮
平均			18.36	7.90	49	46	4	6	

数据来源: WIND、安信证券研究中心

## 6. 风险提示

### 6.1. 出口退税政策变化的风险

公司主营的精细化工产品出口过程中均享受国家的出口退税政策优惠。AKD原粉和医药中间体近年来的出口销售份额分别达到了40%和60%以上,若国家的出口退税政策产生变化,将会对公司营业利润造成影响。

### 6.2. 汇率风险

公司近三年出口销售收入占主营业务收入比例分别为34.69%、36.01%和38.70%,呈逐年提高的发展态势,且主要以美元报价和结算。随着公司产品出口规模的继续扩大,人民币对主要结算货币汇率的升值使出口业务将面临一定的汇兑损失风险。

### 6.3. 投资项目的风险

项目建成投产后部分产品的产能将明显扩张,不排除届时市场需求、市场环境出现了不可预计的变化,造成产品价格出现大幅波动或市场竞争突然加剧的情况发生,这都给募集资金投资项目的预期收益带来不确定性,项目面临市场风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>431.9</b>	<b>431.5</b>	<b>464.5</b>	<b>605.3</b>	<b>670.4</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	348.7	330.9	356.3	461.3	505.3	营业收入增长率	31.2%	-0.1%	7.6%	30.3%	10.7%
营业税费	1.6	1.6	1.7	2.2	2.5	营业利润增长率	-3.5%	42.8%	9.7%	35.3%	18.3%
销售费用	16.9	17.3	19.0	23.9	26.5	净利润增长率	37.0%	38.0%	9.8%	34.7%	18.1%
管理费用	16.6	22.4	25.5	33.3	36.9	EBITDA 增长率	3.8%	37.5%	10.4%	28.5%	15.6%
财务费用	8.5	5.2	3.6	2.9	2.9	EBIT 增长率	0.3%	28.0%	6.2%	32.2%	17.7%
资产减值损失	1.1	-0.8	-1.9	0.2	-0.0	NOPLAT 增长率	33.7%	24.2%	4.4%	31.7%	17.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	91.3%	19.3%	61.6%	32.3%	-0.2%
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	30.8%	33.4%	137.7%	10.0%	10.8%
<b>营业利润</b>	<b>38.5</b>	<b>55.0</b>	<b>60.3</b>	<b>81.5</b>	<b>96.5</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	1.8	2.6	1.0	1.0	1.0	毛利率	19.3%	23.3%	23.3%	23.8%	24.6%
<b>利润总额</b>	<b>40.2</b>	<b>57.5</b>	<b>61.3</b>	<b>82.5</b>	<b>97.5</b>	营业利润率	8.9%	12.7%	13.0%	13.5%	14.4%
减: 所得税	6.7	10.5	9.8	13.2	15.6	净利润率	7.8%	10.7%	10.9%	11.3%	12.1%
<b>净利润</b>	<b>33.5</b>	<b>46.2</b>	<b>50.8</b>	<b>68.4</b>	<b>80.8</b>	EBITDA/营业收入	12.7%	17.5%	17.9%	17.7%	18.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	EBIT/营业收入	10.9%	13.9%	13.7%	13.9%	14.8%
货币资金	86.8	109.0	279.2	203.3	275.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	68	118	160	161	150
应收帐款	91.8	89.2	10.4	138.0	152.8	流动营业资本周转天数	33	50	52	85	107
应收票据	6.0	10.2	3.1	4.0	4.4	流动资产周转天数	160	228	291	298	321
预付帐款	32.5	35.4	35.7	36.2	36.7	应收帐款周转天数	70	72	34	41	75
存货	33.3	51.6	126.9	164.3	180.0	存货周转天数	25	35	69	87	92
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	315	426	532	519	528
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	146	210	278	306	314
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	19.2%	20.1%	9.3%	11.4%	12.1%
投资性房地产	39.5	39.8	-	-	-	ROA	7.2%	8.4%	6.3%	7.5%	7.9%
固定资产	130.6	152.7	259.9	280.9	278.1	ROIC	35.0%	22.7%	19.9%	16.2%	14.4%
在建工程	12.7	24.0	15.0	9.6	6.4	<b>费用率</b>					
无形资产	26.9	44.7	55.8	66.0	75.6	销售费用率	3.9%	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	1.0	0.9	7.6	8.0	8.2	管理费用率	3.8%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%
<b>资产总额</b>	<b>462.7</b>	<b>559.3</b>	<b>813.6</b>	<b>930.3</b>	<b>1,037.6</b>	财务费用率	2.0%	1.2%	0.8%	0.5%	0.4%
短期债务	81.0	88.3	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	9.7%	10.4%	10.4%	9.9%	9.9%
应付帐款	67.8	72.1	107.4	139.0	152.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	21.7	58.5	1.0	1.3	1.4	资产负债率	62.2%	58.3%	31.8%	34.4%	34.9%
其他流动负债	4.8	6.0	84.2	107.2	132.7	负债权益比	164.6%	139.7%	46.7%	52.4%	53.5%
长期借款	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	流动比率	1.43	1.31	2.86	2.48	2.48
其他非流动负债	12.6	-	-	-	-	速动比率	1.24	1.08	2.07	1.73	1.79
<b>负债总额</b>	<b>287.8</b>	<b>326.0</b>	<b>259.0</b>	<b>320.0</b>	<b>361.6</b>	利息保障倍数	5.53	11.59	17.80	29.30	34.15
少数股东权益	6.1	6.9	7.6	8.5	9.5	<b>分红指标</b>					
股本	90.0	90.0	120.0	120.0	120.0	DPS(元)	-	-	0.08	0.11	0.13
留存收益	78.8	136.4	427.1	481.8	546.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>174.9</b>	<b>233.3</b>	<b>554.6</b>	<b>610.3</b>	<b>676.0</b>	股息收益率	-	-	-	-	-
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	33.5	47.0	50.8	68.4	80.8	EPS(元)	0.28	0.39	0.42	0.57	0.67
加: 折旧和摊销	10.8	19.3	19.5	22.7	24.4	BVPS(元)	1.46	1.94	4.62	5.09	5.63
资产减值准备	1.1	-0.8	-1.9	0.2	-0.0	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	6.1	8.4	5.1	3.6	2.9	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	0.7	0.7	0.9	1.1	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-32.9	-9.4	71.0	-105.3	10.2	CAGR(%)	27.4%	20.3%	-6.6%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>14.2</b>	<b>73.7</b>	<b>143.6</b>	<b>-10.3</b>	<b>119.4</b>	PEG	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-66.1</b>	<b>-73.3</b>	<b>-157.0</b>	<b>-49.1</b>	<b>-28.2</b>	ROIC/WACC	7.2	4.7	4.1	3.3	3.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>117.9</b>	<b>-9.6</b>	<b>206.9</b>	<b>-16.6</b>	<b>-19.1</b>	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 销售联系人

黄方祥	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层