

调研报告

发展医药中间体下游，未来业绩有望超预期

化工新材料

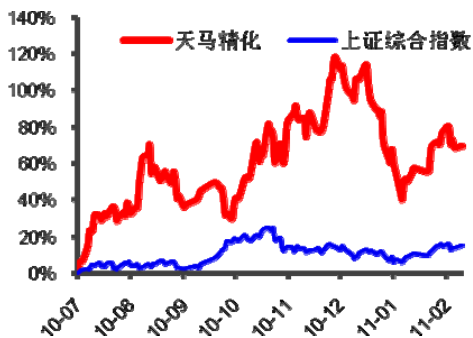
2011年3月1日

天马精化 ( 002453.SZ ) 调研报告

评级：谨慎推荐 ( 首次 )

合理价格：

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email：[sum@glsc.com.cn](mailto:sum@glsc.com.cn)

独立性声明：

投资要点：

- 下游造纸行业增速减缓，提高造纸化学品添加比例是未来行业的发展方向，近几年纸和纸板生产量稳步提升，增速却呈现逐步下滑的走势，2009年的增速约为8%，因此提高造纸化学品在造纸过程中的使用比例是未来造纸化学品的发展方向，2006年，我国造纸化学品的使用比例约为0.6%，同期国外造纸化学品的添加比例约为2%~3%。预计近五年造纸化学品的增速约为8.8%，到2015年，造纸化学品的市场规模约为500亿~600亿。
- AKD造纸化学品是公司的“现金牛”。从市场空间来看，公司AKD产品的主要空间来源于替代酸性施胶剂和提高AKD产品在国外市场的占有率。从使用范围来看，90%以上的文化用纸全部改为AKD中性施胶，并且AKD被使用于箱板纸、高强瓦楞纸等包装用纸的生产中，AKD的使用范围不断扩大。从产能来看，2010年AKD的合计产能为30000吨，预计2011年的产能约为4万吨，公司的未来产能扩张会出现超预期的增长。从生产成本来看，预计吨毛利将维持在2000元/吨，从产品战略来说，公司不断提高AKD产品的市场占有率，同时向产品的上游原材料方向延伸。
- 打造医药中间体平台，未来将进军原料药领域，未来公司发展医药中间体的主要思路是向高级医药中间体和原料药方向发展，公司凭借较低的成本、良好的产品质量和快速的市场反应能力为下游企业提供所需要的医药中间体。
- 盈利预测与估值。预计公司10~12每股收益为0.51元、0.96元和1.41元，目前股价(37元)对应11年的PE为40倍，给予“谨慎推荐”的评级。

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，  
分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

---

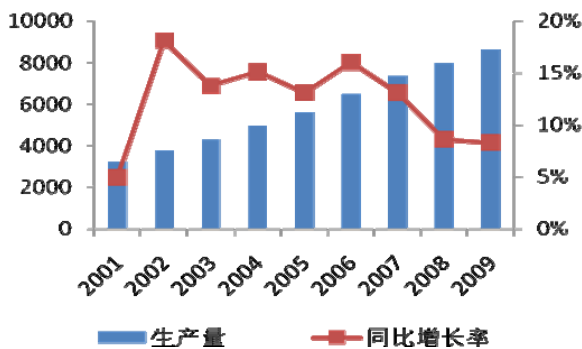
## 1、下游行业增速减缓，造纸化学品添加比例不断提高

### 1.1 下游行业发展速度减缓

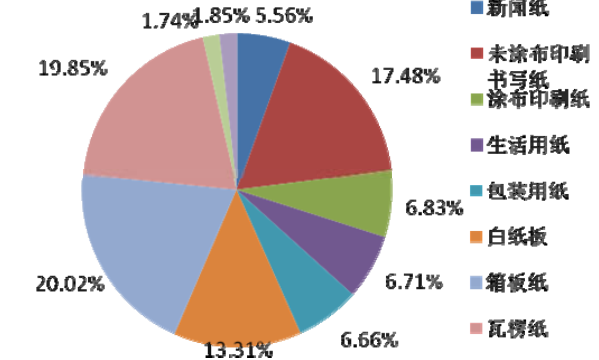
公司主要从事造纸化学品的生产和销售，造纸化学品是造纸过程中使用的化学品的总称，造纸化学品的发展趋势与造纸工业的关联度比较大，因此首先分析造纸行业近九年生产量的变化情况。

从表 1 中可以看出，近几年纸和纸板生产量稳步提升，但是增速却呈现逐步下滑的走势，2008 年、2009 年的增速约为 8% 左右，对于各个类型的纸及纸板来看，其中箱板纸、瓦楞纸所占的比重最大，分别为 20% 和 13.3%。

图表 1：2001—2009 年纸和纸板的产量（单位：万吨）



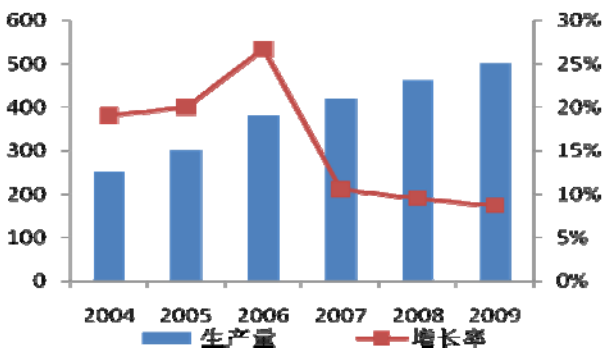
图表 2：各种类型的纸和纸板所占的比例（单位：%）



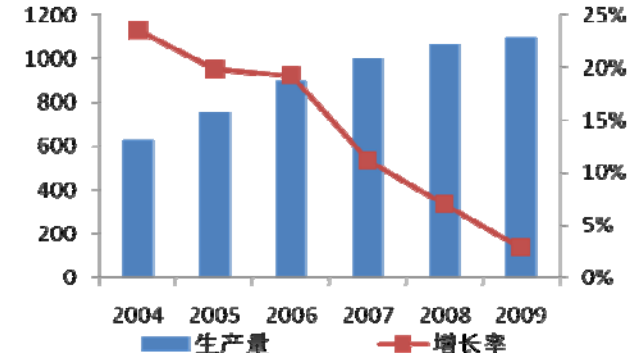
数据来源：国联证券研究所、造纸工业 2009 年度报告

天马精化的造纸化学品主要应用在铜版纸和食品包装用纸等，但是从历史增速来看，2009 年铜版纸的增长率为 8.7%，涂布白纸板的增速下滑到 2.8%，铜版纸和高档包装用纸的增速一路下滑。

图表 3：2004—2009 年铜版纸的产量（单位：万吨 %）



图表 4：2004—2009 年涂布白纸板的产量（单位：万吨 %）



数据来源：国联证券研究所、造纸工业 2009 年度报告

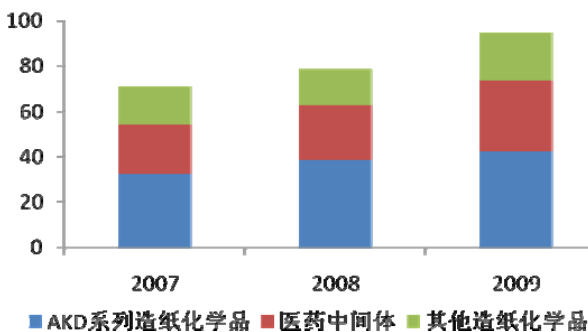
## 1.2 提高添加比例是未来造纸化学品的发展方向

在造纸行业增速减缓的情况下，提高造纸化学品在造纸过程中的使用比例是未来造纸化学品的发展方向，2006年，我国造纸化学品的使用比例约为0.6%，同期国外造纸化学品的添加比例约为2%~3%，以AKD为例，每吨纸浆大约添加6~15公斤，成本仅占1%，但是AKD化学品的使用却可以显著增加纸张的抗水性和耐皱性等指标，因此预计未来造纸化学品使用比例会逐步上升，相对于千万吨级的纸张生产规模，未来造纸化学品的使用量将达到百万吨。近五年，造纸化学品的增速约为8.8%，到2015年，造纸化学品的市场规模约为500亿~600亿。

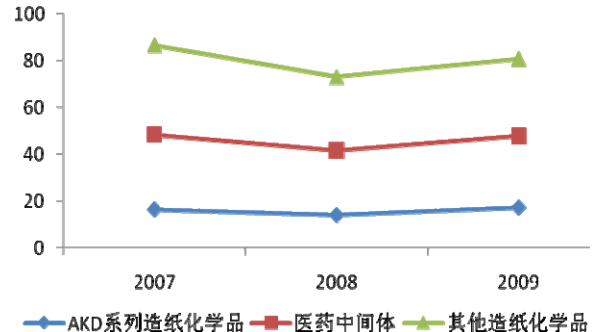
## 2、AKD系列造纸化学品是公司的“现金牛”

公司目前业务主要包括两部分，一部分是造纸化学品，一部分是医药中间体，目前公司的营业利润主要来源于造纸化学品，公司的造纸化学品包括AKD原粉、AKD乳液和阳离子分散松胶剂等。

图表5：近三年公司的营业利润变化情况（单位：百万元）



图表6：近三年公司业务毛利率变化情况（单位：%）



数据来源：wind、国联证券研究所

AKD化学品是公司利润的主要来源，因此我们重点分析AKD，

**从市场空间来看**，以2009年为例，目前全球施胶剂的产量约为20万吨，其中中国的产量约为10万吨，其中酸性或者近中性施胶剂的产量约为5万吨，而中性施胶剂的产量约为5万吨，随着造纸系统从酸性向中性过渡，例如AKD等中性施胶剂的市场空间比较巨大，公司AKD产品的主要空间来源于替代酸性施胶剂和提高AKD产品在国外市场的占有率。

**从使用范围来看**，AKD化学品的使用范围不断扩大。进入20世纪以来，90%以上的文化用纸全部改为AKD中性施胶，并且AKD被创造性地使用于箱板纸、高强瓦楞纸等包装用纸的生产中。对于复印纸和高档书写纸，未来提

高纸张的不透明度，需要添加碳酸钙，但是碳酸钙难以在酸性条件下使用，因此抄造系统逐步从酸性条件向碱性和中性条件转变。

**从产能来看**，2010年AKD的合计产能为30000吨，预计2011年的产能约为4万吨，其产能的区域分布为公司本部产能约为1万吨，在新沂地区的产能约为2万吨，安徽广信农化的产能约为1万吨，公司的未来产能变化会出现超预期的增长。

**从生产成本来看**，AKD的主要原材料包括光气和硬脂酸，生产1吨AKD大约需要1.1吨硬脂酸和0.44吨光气，目前AKD的构成成本为硬脂酸的价格加上酰氯加工费，假如AKD的产品价格是15000元/吨（含税），那么一吨大约需要1吨的硬脂酸，光气的加工成本是2500~3000元/吨，工厂的制造成本大约是900~1000元/吨，假如硬脂酸的价格是7000~7500元/吨，因此AKD产品的成本约为11000元/吨，AKD的吨毛利是2000元/吨左右，目前AKD出厂价大约为18000元/吨（含税），硬脂酸的价格约为9000~10000元/吨，预计生产成本大约为115000~12000元/吨，因此吨毛利将维持在2000元/吨附近。

**从产品战略来说**，公司不断提高产品的市场占有率，同时向产品的上游原材料方向发展。公司现在AKD产品的主要以提高市场占有率为主要目标，因此预计在未来2年内，公司AKD产品的吨毛利约为2000元/吨，我们预计吨毛利不会发生比较大的变化。随着生产规模的不断扩大，未来公司将不断向上游原材料发展。

**从竞争优势来看**，第一；公司用无溶剂法生产出的AKD产品不含甲苯，以前生产工艺生产的每吨AKD产品大约含有7Kg的甲苯，大型企业对于该类产品的接受程度比较低，同时也不符合未来的环保要求，而且由于公司不采用甲苯作为溶剂，生产过程中的洗酸和洗碱等材料可以重复利用，因此可以有效的降低生产成本。第二；由于造纸化学品固有的行业特征，这个行业的付款的信用周期约为70天，因此需要较大的流动资金来推动AKD等造纸化学品的运作，因此具有一定的资金壁垒。

### 3、医药中间体是公司未来发展的主要方向

#### 3.1 打造医药中间体平台，未来将进军原料药领域

1) **打造医药中间体平台**，未来公司发展医药中间体的主要思路是向高级医药中间体和原料药方向发展，高级医药中间体可以显著提高公司的盈利能力，目前公司医药中间体种类约有150个，毛利率大约保持在40~50%左右。

目前公司医药中间体的生产能力也为 690 万吨，募投项目的 450 吨医药中间体预计在 2011 年中旬开始生产，2011 年预计释放总产能的 40%~50%，因此全年预计生产医药中间体约为 850 吨~900 吨左右。

2) **逐步进军原料药市场**，天马精化受让天吉生物的硫酸氢氯吡格雷药品生产技术表明公司进军原料药市场的决心，该项技术的受让对于公司进入原料药市场具有战略意义，在缩短公司申请原料药生产时间的同时，可以有效的整合公司在医药中间体方面积累的客户资源，但是短期来看，对于公司业绩的贡献不是很大。

### 3.2 定制化生产模式+柔性化生产

公司在医药中间体市场的主要竞争优势是以较低的成本、良好的产品质量和快速市场反应速度向下游医药生产企业提供所需要的医药中间体，公司将自己定位为提供药物在中试放大阶段所需的医药中间体，这类药物主要包括治疗抑郁症和艾滋病等四大类疾病所需的药物，这些医药中间体主要应用于药物临床 2 期和 3 期的中试放大阶段。

公司目前大约有 8 个生产车间，其中 4 个为中试车间，2 个规模化生产车间，2 个专业化生产车间，因此公司完全有能力为国际领先的医药生产企业提供所需要的医药中间体，目前公司的医药中间体全部用来出口。

## 4、盈利预测

我们盈利预测假设条件如下：

- 1、假设 AKD 原粉产量为，2010 年是 2.7 万吨，2011 年是 3.8 万吨，2012 年是 4.6 万吨；
- 2、所得税税率按照 18% 估算；
- 3、假设 AKD 原粉的吨毛利为 2000~2100 元/吨，AKD 乳液的毛利率约为 35% 左右；
- 4、2011 年造纸化学品募投项目的产能释放率约为 75%，医药中间体的产能释放率约为 35~40%，毛利率大约保持在 40~50%；

鉴于以上条件，我们预计公司 10~12 每股收益为 0.51 元、0.96 元和 1.41 元，目前股价（37 元）对应的 11 年的 PE 为 40 倍，给予“谨慎推荐”的评级。

## 5、风险提示

## 5.1 出口退税变化的风险

公司主营产品 AKD 原粉和医药中间体出口过程中均享受国家的出口退税政策优惠，近年来两类产品的出口销售份额分别达到了 40%和 60%以上，国家关于企业出口退税的政策调整对公司经营业绩有一定的影响。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 11/03/01					
单位: 百万											
利润表						资产负债表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	431.88	431.53	682.94	976.58	1,270.55	现金	86.81	109.00	231.65	260.02	345.30
YOY(%)	31.2%	-0.1%	58.3%	43.0%	30.1%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	348.71	330.92	532.94	750.54	953.33	应收款项净额	97.79	99.34	157.22	224.81	292.49
营业税金及附加	1.56	1.58	2.50	3.58	4.65	存货	33.33	51.57	84.05	118.87	151.74
销售费用	16.92	17.34	28.00	40.04	52.09	其他流动资产	32.53	35.39	56.01	80.09	104.20
占营业收入比(%)	3.9%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	<b>流动资产总额</b>	<b>250.46</b>	<b>295.30</b>	<b>528.92</b>	<b>683.79</b>	<b>893.73</b>
管理费用	13.71	18.49	37.56	39.06	50.82	固定资产净值	131.64	151.87	256.82	274.21	270.16
占营业收入比(%)	3.2%	4.3%	5.5%	4.0%	4.0%	减: 资产减值准备	(1.08)	0.84	1.42	1.52	1.49
<b>EBIT</b>	<b>48.08</b>	<b>59.27</b>	<b>80.15</b>	<b>141.57</b>	<b>207.87</b>	固定资产净额	130.56	152.71	258.24	275.73	271.66
财务费用	8.50	5.19	4.31	(0.98)	(1.21)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.0%	1.2%	0.6%	-0.1%	-0.1%	在建工程	12.67	24.03	20.47	11.89	3.05
资产减值损失	(1.08)	0.84	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	<b>固定资产总额</b>	<b>143.23</b>	<b>176.74</b>	<b>278.70</b>	<b>287.62</b>	<b>274.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>38.49</b>	<b>54.96</b>	<b>75.83</b>	<b>142.55</b>	<b>209.08</b>	无形资产	26.90	44.74	42.95	41.16	39.37
营业外净收入	1.75	2.57	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>40.25</b>	<b>57.53</b>	<b>75.83</b>	<b>142.55</b>	<b>209.08</b>	其他长期资产	42.15	42.54	42.54	42.54	42.54
所得税	6.74	10.53	13.65	25.66	37.63	<b>资产总额</b>	<b>462.74</b>	<b>559.32</b>	<b>893.11</b>	<b>1,055.11</b>	<b>1,250.35</b>
所得税率(%)	16.7%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%	循环贷款	81.00	88.30	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>33.51</b>	<b>47.00</b>	<b>62.18</b>	<b>116.89</b>	<b>171.44</b>	应付款项	87.42	130.12	212.06	299.92	382.87
占营业收入比(%)	7.8%	10.9%	9.1%	12.0%	13.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	(0.75)	(0.99)	(1.86)	(2.73)	其他流动负债	6.84	7.59	12.52	17.42	22.28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>33.51</b>	<b>46.24</b>	<b>61.19</b>	<b>115.03</b>	<b>168.72</b>	<b>流动负债</b>	<b>175.26</b>	<b>226.01</b>	<b>224.58</b>	<b>317.34</b>	<b>405.14</b>
YOY(%)	37.1%	38.0%	32.3%	88.0%	46.7%	长期借款	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.51</b>	<b>0.51</b>	<b>0.96</b>	<b>1.41</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	12.58	0.00	(12.58)	(25.16)	(37.74)
<b>主要财务比率</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>负债总额</b>	<b>287.84</b>	<b>326.01</b>	<b>212.00</b>	<b>292.18</b>	<b>367.40</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	6.13	6.88	7.57	8.87	10.78
营业收入	31.2%	-0.1%	58.3%	43.0%	30.1%	股东权益	168.77	226.43	673.54	754.06	872.16
营业利润	-3.5%	42.8%	38.0%	88.0%	46.7%	<b>负债和股东权益</b>	<b>462.74</b>	<b>559.32</b>	<b>893.11</b>	<b>1,055.11</b>	<b>1,250.35</b>
净利润	37.1%	38.0%	32.3%	88.0%	46.7%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
毛利率(%)	19.3%	23.3%	22.0%	23.1%	25.0%	税后利润	33.51	46.24	61.19	115.03	168.72
净利率(%)	7.8%	10.9%	9.1%	12.0%	13.5%	加: 少数股东损益	0.00	0.56	0.69	1.30	1.91
ROE(%)	19.9%	20.4%	9.1%	15.3%	19.3%	公允价值变动	1.08	-0.84	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	7.2%	8.3%	6.9%	10.9%	13.5%	折旧和摊销	10.84	19.31	20.41	24.97	26.67
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	-50.80	5.91	-37.25	-46.42	-49.41
流动比率	1.43	1.31	2.36	2.15	2.21	<b>经营活动现金流</b>	<b>-5.37</b>	<b>71.18</b>	<b>45.04</b>	<b>94.88</b>	<b>147.89</b>
速动比率	1.24	1.08	1.98	1.78	1.83	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	62.2%	58.3%	23.7%	27.7%	29.4%	长期股权投资	0.76	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>						固定资产投资	0.00	-47.81	-120.00	-32.00	-12.00
总资产周转率	93.3%	77.2%	76.5%	92.6%	101.6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0.76</b>	<b>-47.81</b>	<b>-120.00</b>	<b>-32.00</b>	<b>-12.00</b>
应收账款周转天数	82.65	84.02	84.02	84.02	84.02	股权融资	-1.58	0.00	404.27	0.00	0.00
存货周转天数	35.54	59.36	59.36	59.36	59.36	长期贷款的增加/	100.00	0.00	-100.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.37	0.51	0.51	0.96	1.41	股利分配	-8.61	-12.02	-18.36	-34.51	-50.62
每股净资产	1.88	2.52	5.61	6.28	7.27	计入循环贷款前融	89.81	-12.02	285.91	-34.51	-50.62
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/	-115.94	22.86	-88.30	0.00	0.00
P/E	99.4	72.0	72.6	38.6	26.3	<b>融资活动现金流</b>	<b>65.26</b>	<b>-1.18</b>	<b>197.61</b>	<b>-34.51</b>	<b>-50.62</b>
P/B	19.7	14.7	6.6	5.9	5.1	<b>现金净变动额</b>	<b>60.65</b>	<b>22.19</b>	<b>122.65</b>	<b>28.37</b>	<b>85.28</b>



### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

**国联证券投资评级：**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 免责条款：

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。