



化工
Chemical

2011年6月7日

市场数据	2011年6月3日
当前价格(元)	33.69
52周价格区间(元)	20.10-49.5
总市值(百万)	4042.80
流通市值(百万)	1010.70
总股本(万股)	12000
流通股(万股)	3000
日均成交额(百万)	24
近一月换手(%)	68.09
第一大股东	苏州天马医药集团有限 公司
公司网址	www.tianmachem.com

表现%	1m	3m	12m
天马精化	8.4	-9.0	
沪深 300	-7.0	-8.7	9.1

杨杰

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号: S0370511030002

天马精化(002453)调研报告

——AKD 盈利能力有望翻倍, 医药中间体业务快速增长

评级: 买入

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	678	1017	1367	1837
主营收入增长率(%)	57.2%	49.9%	34.4%	34.3%
归属于母公司净利润(百万元)	57	111	169	254
归属于母公司净利润增长率(%)	24.1%	94.3%	51.7%	50.3%
每股收益(元)	0.48	0.93	1.41	2.12
PE	70.5	36.3	23.9	15.9

资料来源: 金元证券研究所

1. 公司是国内 AKD 龙头, 潜在的 AKD 全球领导者。公司现有 AKD 原粉产能 4 万吨, 国内市场占有率 50% 以上。公司拥有无溶剂法合成工艺, 具有收率高、成本低和环保性强的优势。未来公司不仅充分受益国际 AKD 产业向中国转移, 还将凭借 AKD 原粉的规模、成本和质量优势、以及通过 AKD 乳液的战略性布局来强化对市场的控制力。
2. 公司 AKD 原粉盈利能力有望翻倍。目前公司每吨 AKD 原粉毛利约 2000 元/吨。未来公司通过直接采购棕榈油委托加工成硬脂酸, 预计可降低成本近 1000 元/吨。公司控股股东已收购一家拥有光气资源的企业, 预计未来硬脂酸酰氯加工费最高可降低 1000 元/吨以上。公司未来 AKD 原粉单吨毛利有望翻倍。
3. 公司医药中间体有望保持 40% 左右的增速。公司特别针对临床二、三期的 4 大药(抗肿瘤、心血管、抗艾滋、抗抑郁药物)进行研发, 为客户定制加工医药中间体。公司具有优秀的技术研发能力、快速工业化放大能力、众多的可工业化产品(200 个)、向原料药延伸的产业链。公司将充分受益于国内医药产业快速发展、国际医药中间体产业向中国转移和全球医药专利集中到期带来的巨大发展机遇, 我们预计未来公司医药中间体(包括原料药)有望保持 40% 以上的增速。
4. 医药中间体产业链布局持续优化。2011 年 1 月, 公司受让天吉生物的硫酸氨基葡萄糖药品生产技术。通过生产原料药, 公司产业链得到延伸、品质管理能力得到加强, 有利于提升公司盈利能力和竞争优势。公司将部分次要生产环节进行外包, 有助于提高资源利用效率, 更好地发挥自身核心技术优势和快速反应能力。
5. 根据测算, 公司 2011-2013 年 EPS 为 0.93、1.41、2.09 元, 对应 PE 为 36.3、23.9、15.9 倍。鉴于公司战略定位清晰、未来成长性明确, 我们给予公司买入评级。

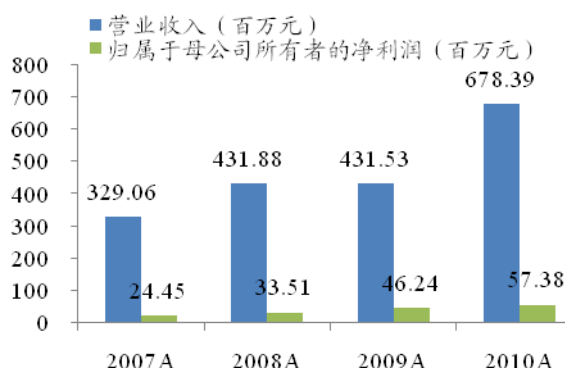
公司是国内 AKD 龙头和领先的医药中间体企业

公司是国内 AKD 龙头和领先的医药中间体企业。公司目前主要产品有 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。公司自主研发了无溶剂法合成 AKD 原粉工艺，产品质量和生产效率明显高于同行。由于减少了甲苯蒸馏、回收干燥等工序，公司 AKD 生产成本明显低于国际企业。公司通过采购棕榈油和收购光气资源，未来毛利有望大幅翻倍。公司通过 AKD 乳液进行战略性布点，不断提高对 AKD 原粉市场控制力。

公司具有较强的中间体产业化能力，目前可产业化品种高达 200 个。公司瞄准盈利能力强、市场空间大，处于临床 2 期、3 期医药中间体进行研发。公司正将产业链从中间体延伸至原料药，未来有望充分受益国际药品专利集中到期带来的市场机遇。公司具有强大研发能力和快速产业化能力、系列化的产品线、逐步延伸的产业链、与国际医药企业的良好合作关系，未来公司中间体业务将保持快速增长。

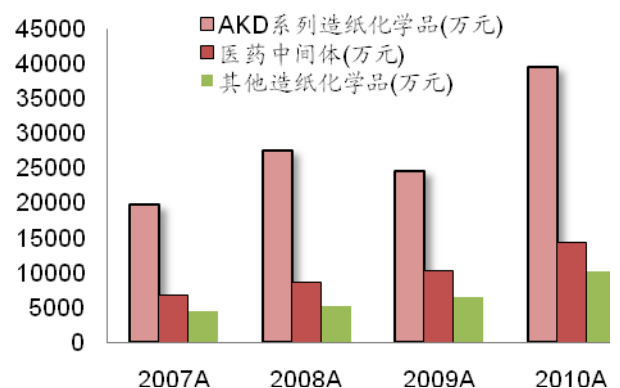
公司控股股东为苏州天马医药集团有限公司，实际控制人为徐仁华。公司全资子公司天禾化学品，主要从事 AKD 乳液、阳离子分散松香胶和硅溶胶等造纸化学品的产销。公司控股子公司苏州中科天马肽工程中心有限公司是公司与中国科学院上海研究院等机构的合资企业，主要从事多肽类及其他医药中间体的研发，为公司提供新产品研发和技术支持服务。

图表 1 公司业绩持续增长



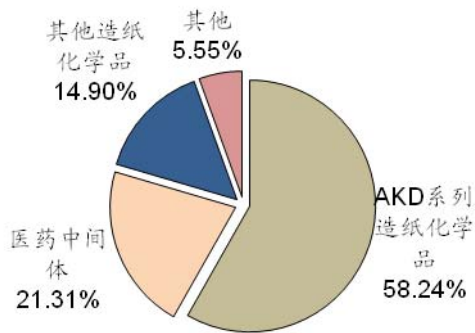
资料来源：wind 金元证券研究所

图表 2 公司主要产品收入总体上升



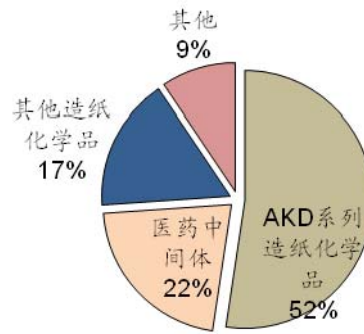
资料来源：wind 金元证券研究所

图表3 公司主要收入构成



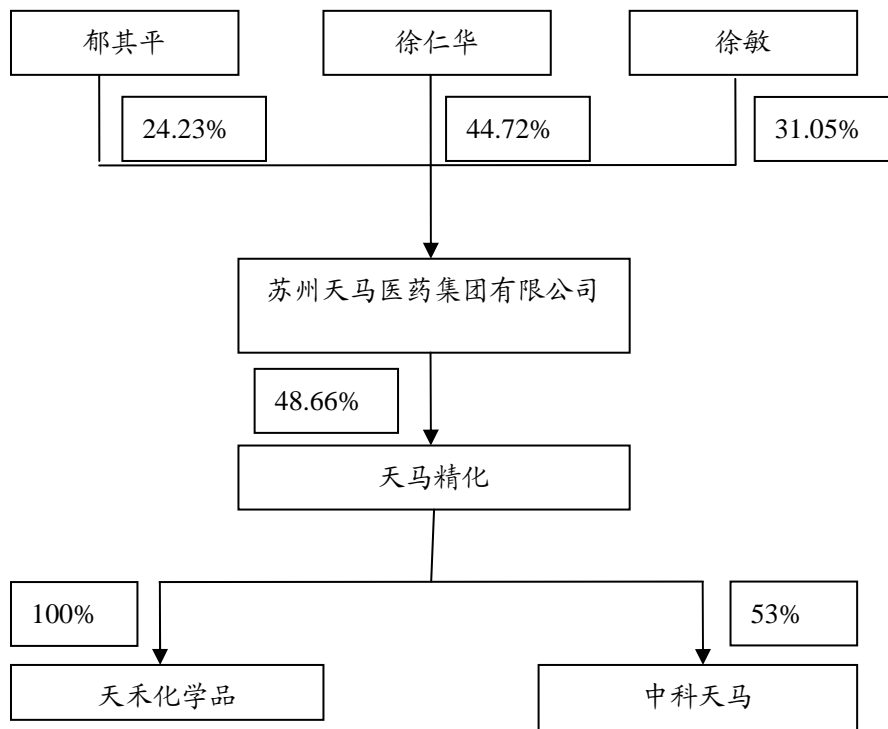
资料来源: wind 金元证券研究所

图表4 公司主要毛利构成



资料来源: wind 金元证券研究所

图表5 公司股权结构图



资料来源: 公司公告

AKD 需求稳步增长, 公司 ADK 原粉盈利能力有望翻番

- 1、 中高档制品需求增长拉动造纸化学品需求, 使用条件逐步转向中性 (或碱性) 提升 AKD 施胶剂需求

造纸需求增长和升级, 拉动造纸化学品需求增长。造纸需求与 GDP 增

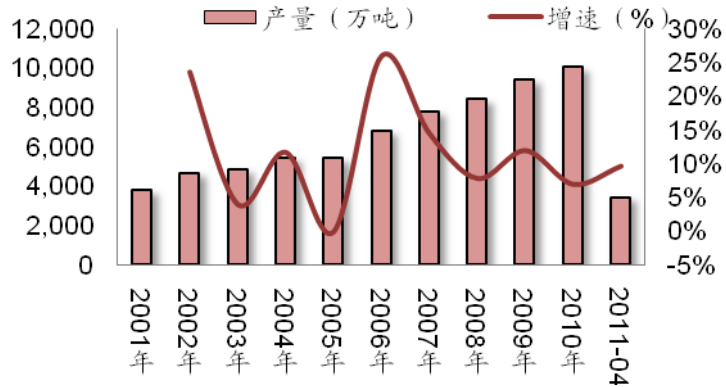
速相关性较高，2001-2010年我国机制纸产量复合增速为11.47%，同期GDP增速11.86%。政府规划我国十二五期间经济增速目标为7%，预计未来我国造纸需求增速将维持在相当水平。近年来，我国中高档纸品需求增长明显快于行业整体水平，成为拉动相关造纸化学品需求的重要因素。2001-2010年，我国铜版纸、白板纸、箱板纸产量复合增速分别达到18.4%、15.7%和16.7%。

我国造纸化学品消耗量占造纸产量比例偏低，未来提升空间较大。随着造纸工业不断向高品质、低成本方向发展，造纸化学品消耗量不断增长。目前发达国家造纸化学品消耗量占造纸产量比例达到2-3%，需求量600-900万吨；而我国2010年该比例仅为1%左右，需求量仅100万吨左右。随着我国经济发展和消费升级，我国造纸化学品使用比例将逐步提升。预计未来10年我国造纸化学品复合增速8.8%以上，其中中高档纸品对相关造纸化学品需求增速有望达到13%左右。

我国AKD系列施胶剂需求增速有望达到15%左右。传统施胶剂产品以酸性松香胶为主，需要在酸性条件下使用，存在纸张质量不高和腐蚀设备等缺点。在高档纸生产中，通常添加碳酸钙来提高纸张的不透明度，而碳酸钙只能用于中性或碱性条件，必须采用AKD和阳离子分散松香胶等施胶剂。其中，AKD系列施胶剂是现代造纸工业应用最广泛的施胶剂产品，全球市场对AKD系列产品需求呈快速增长态势。欧美发达国家中性和碱性施胶剂使用比例90%以上，而我国仅为60%左右。目前我国施胶剂年需求量40万吨以上，市场容量约20亿元。未来我国AKD系列施胶剂需求增速有望达到15%左右。

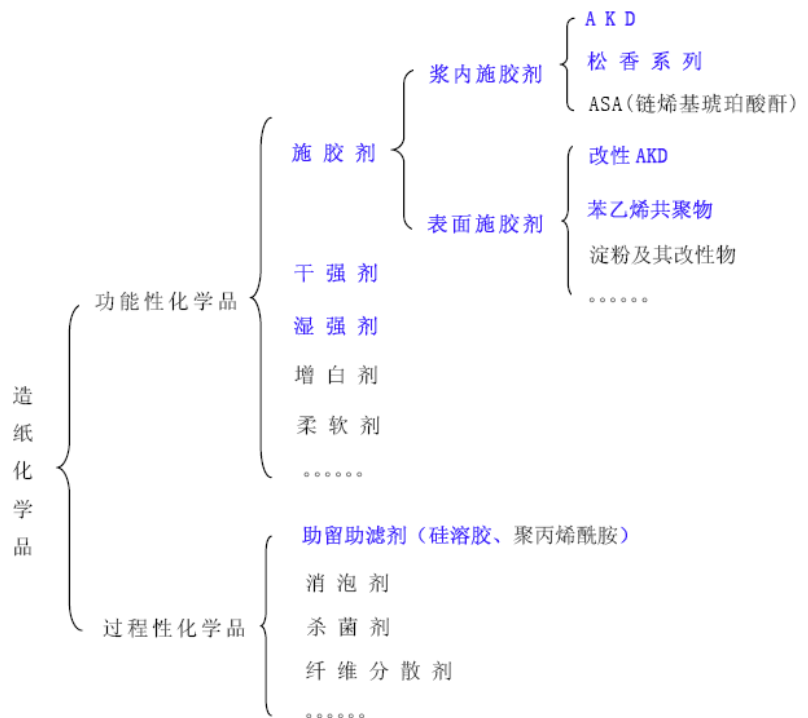
公司生产的造纸化学品主要包括功能性化学品中的浆内、表面施胶剂产品(包括AKD、阳离子分散松香胶、苯乙烯共聚物等)，增强剂产品(包括干强剂和湿强剂)以及过程性化学品中的助留助滤剂(主要为硅溶胶)等。其中AKD系列施胶剂主要用于铜版纸、食品包装纸等高档纸品，阳离子分散松香胶用于特种纸和包装用板纸。公司造纸化学品定位高端，优势突出，未来有望保持较快增长。

图表 6 2001-2010 年我国机制纸产量复合增速 11.47%



资料来源: wind 金元证券研究所

图表 7 造纸化学品分类情况



资料来源: 公司招股书

2、 公司是国内 AKD 龙头，未来盈利能力有望翻倍

公司是国内 AKD 龙头、市场占有率 50% 以上。公司现有 AKD 原粉产能 4 万吨，国内市场占有率 50% 以上。公司 AKD 产品采用自主研发并拥有专利的无溶剂法合成工艺，该工艺有效成分比国内同行高 4-5%，技术指标接近国际水平。由于公司工艺不存在甲苯蒸馏、回收干燥程序，产品质量和环保性能处于国内领先水平，成本优势突出。公司研发了连

续化制备 AKD 原粉方法，将进一步降低生产成本、提高质量稳定性。我们预计随着中高档纸品需求的快速增长，以及未来国内环保要求的提高，公司竞争优势将日益突出。

受益国际产能转移，公司一半 AKD 原粉出口。公司 AKD 原粉产品质量接近国际水平，而价格比国际企业低一半左右。未来受成本和环保的压力，国际产能逐步向中国转移。目前公司与美国赫克力士等建立了合作关系，公司规划将 AKD 原粉出口比例提高至 50% 左右（09 年 40%）。我们认为，公司将成为全球 AKD 产业潜在的领导者。

向上游发展降低生产成本，AKD 原粉盈利能力有望翻番。目前公司 AKD 原粉定价基础为保证 2000 元/吨的毛利水平。从生产来看，原材料硬脂酸采购成本和硬脂酸酰氯加工成本较高。硬脂酸主要原料为棕榈油，如直接采购棕榈油委托加工成硬脂酸，预计可降低生产成本近 1000 元/吨。棕榈油主要产自东南亚，目前公司已打通了直接采购渠道，未来将逐步提高棕榈油委托加工量。硬脂酸酰氯加工需要光气反应，而光气生产受到国家严格控制，所以公司硬脂酸酰氯加工主要通过委托给蓝丰生化和广信农化进行。近年来，公司硬脂酸酰氯加工费逐步下降，但 2010 年仍高达 2200 元/吨，明显高于 1000 元/吨左右的成本。2011 年 5 月 14 日，公司大股东通过增资方式收购了山东天安化工股份有限公司，控股比例为 54.5%。天安化工拥有光气产能 1 万吨，牌照产能 3 万吨，按每吨 AKD 原粉消耗 0.44 吨光气计算，天安化工牌照产能最高可满足 6.8 万吨 AKD 原粉生产需要。如仅考虑公司光气自给、棕榈油自主采购两项，未来公司 AKD 原粉单吨毛利有望翻番，达到 4000 元/吨左右。

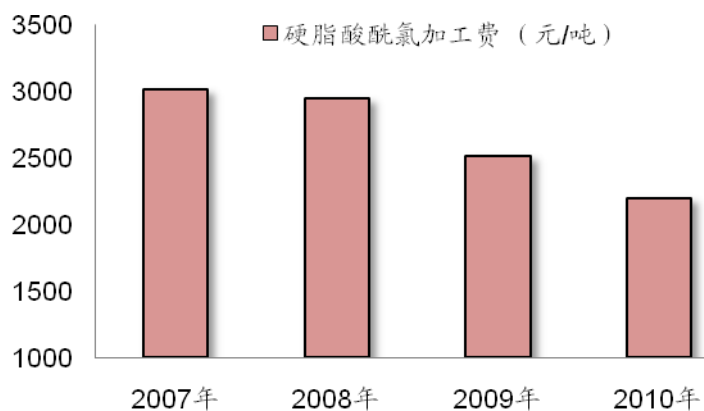
向下游战略性布局增强 AKD 市场控制力。AKD 原粉主要用于生产 AKD 乳液，一般来说，每吨纸浆消耗 AKD 乳液 6-15kg，仅占纸浆成本的 1% 左右。受包装和文化用纸需求增长拉动，2008 年国内 AKD 乳液消费量约为 21 万吨，预计未来需求增速约为 15% 左右。公司目前拥有 1.2 万吨乳液产能，计划通过募投增加 3000 吨产能，预计近期投产。由于 AKD 乳液保质期仅为一周左右，销售半径 500 公里以内，大部分乳液企业均靠近造纸企业。我们认为，公司大量发展乳液存在一定的规模不经济性和区域局限性，所以公司更多地在周边地区或 AKD 原粉市场难以开拓的区域有选择地进行布局，最终达到促进 AKD 原粉的销售、提高市场控制力的目标。

图表8 国内 AKD 原粉生产分布

公司名称	2008 产能(吨)	2008 年产量(吨)	目前产能(吨)
天马精化	20,000	17,000	40,000
兖州市天成化工有限公司	12,000	10,000	30,000
镇江市天亿化工研究设计院有限公司	5,000	4,000	5,000
龙口市龙牌精细化工有限责任公司	2,000	1,300	20,000
其它	1,000	1,000	10,000
合计	40,000	33,300	78,000

资料来源：公司招股书

图表9 公司光气加工费逐步下降



资料来源：金元证券研究所

公司医药中间体产业链逐步完善，未来快速成长可期

1、医药中间体市场将快速增长，公司有望充分受益

医药中间体市场机遇巨大。根据相关统计，2007年我国医药中间体产值1900亿元，产量450万吨。我国医药中间体的全球竞争力突出，未来发展机遇巨大。首先，随着我国城镇化、人口老龄化的发展，未来我国医药产业将保持快速增长，并拉动我国医药中间体产业的发展。其次，受研发成本上升压力，跨国医药企业不断将中间体和原料药的生产、研发等非核心环节，外包给具有成本优势的发展中国家。最后，未来几年内，全球将迎来大量药品专利到期的高峰，仅2010-2015年就有约2000亿美元的专利药到期。届时过专利期药品的产量有望大幅增长，带来巨大的中间体需求。

从我国精细化工盈利能力来看，整体稳定在11-14%的水平。但由于精细化工技术含量差异较大、技术路线各有不同、同业竞争强度不同等因

素影响，不同产品、企业之间的毛利率差别很大。一般来说，拥有专利技术优势、开发难度大、竞争强度低、采取定制加工模式的企业可获得较高的毛利率。公司采用定制加工模式为客户生产中间体，选取品种具有盈利能力强、发展空间大的特点。公司特别针对临床二、三期的4大药（抗肿瘤、心血管、抗艾滋、抗抑郁药物）进行研发，并与国际客户形成较为密切的合作关系。为把握药品专利集中到期带来的发展机遇，公司通过提前展开研发和生产，为大型仿制药企业提供相应的中间体。总的来看，公司中间体产业定位良好，与同类企业形成部分差异化竞争。公司医药中间体业务毛利率基本可保持在25-30%的较高水平。

快速工业化放大能力有助于公司把握市场机遇。公司控股子公司苏州中科天马肽工程中心有限公司系与中科院上海生命科学研究院合资的企业，主要负责肽产品的研发销售、技术服务及技术转让。中科天马是公司的核心开发机构，可最多在3-12个月内实现产品由实验室到工业化生产的全过程，公司较短的产品开发周期和系统性的工程化能力为公司中间体业务的发展提供了保障。

2、公司医药中间体盈利能力逐步恢复、竞争优势突出

公司医药中间体盈利能力逐步恢复。2010年公司医药中间体毛利率大幅下滑，主要在于部分医药中间体车间进行GMP认证，在产量降低的同时增加了改造成本，四季度限电也对产量造成了负面影响。随着公司GMP认证的完成，公司中间体毛利率将逐步恢复正常水平。08年公司中间体产能670吨，预计募投项目完成后，产能将达到1120吨。

公司中间体产品品种众多、具有系列化特点。目前公司医药中间体主要包括氨基酸保护剂、保护氨基酸、蒲辛胺等，可工业化生产的中间体品种高达200个。与大多企业仅在个别反应和产品取得突破相比，公司中间体产品数量众多、呈现系列化特征。公司中间体业务受个别产品发展前景、竞争态势变化的影响较小，盈利稳健性和成长性更强。

公司具有柔性生产能力，资产使用效率高。公司掌握了二十多个单元反应的生产和控制技术，拥有高难度特殊化学反应的工业化生产能力。为适应中间体间歇式小批量生产模式，公司对生产装置采用了柔性设计，通过简单改装和管道连接，同一生产装置可生产不同中间体产品。公司卓越的柔性生产能力不仅大幅提高了设备利用效率，还提高了市场反应能力。

公司具有丰富的客户资源。目前公司大约三分之二以上的医药中间体用于出口,全球前二十大医药公司中相当部分已经成为公司客户,如罗氏、拜耳、惠氏、默沙东、赛诺菲-安万特、巴亨等国际大型制药企业都与公司建立了稳定的合作关系。医药中间体市场具有较高的认证门槛和较长的认证周期,国际大公司在选择合作企业时面临一定的论证和转换成本,倾向于与中间体供应商保持相对稳定的合作关系。公司良好的客户资源,为未来储备品种的放量提供了良好的基础。

3、公司医药中间体产业链持续优化,未来快速成长可期

下游延伸至原料药,上游发展委托加工,公司产业链持续优化。2011年1月,公司受让苏州天马医药集团天吉生物制药有限公司的硫酸氢氯比格雷药品生产技术,公司发展原料药的策略进入实施阶段。公司生产原料药,首先是应部分下游客户的要求,承接更多、更复杂的生产环节;其次,公司可通过原料药的认证,提升公司在品质管理方面的全球声誉;最后,充分把握全球大量药品专利到期带来的发展机遇。公司医药中间体数量众多、产品研发实力强。可以预期,公司将有大量医药中间体向下延伸至原料药,从而推动公司业绩增长。

公司目前有8个医药中间体车间,难以满足订单需求。为缓解产能瓶颈和发挥公司核心技术优势,公司将部分生产环节委托给国内其他企业进行。通过对公司内外资源的高效整合,可提高公司盈利能力和快速反应能力。2011年,公司除募投项目投产外,利用超募资金加快新建生产车间以缓解产能不足。预计公司可能通过并购等措施增加产品种类、提升公司产能。

我们认为,未来医药中间体产业发展前景广阔。公司拥有良好的技术优势、众多的品种、不断优化的产业链,未来医药中间体(包括原料药)有望保持40%以上的增速。

图表9 公司医药中间体产能

产品系列	产能	2008年产量	拟投资项目投产后产能
1.氨基酸保护剂系列	130	122	430
其中: 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

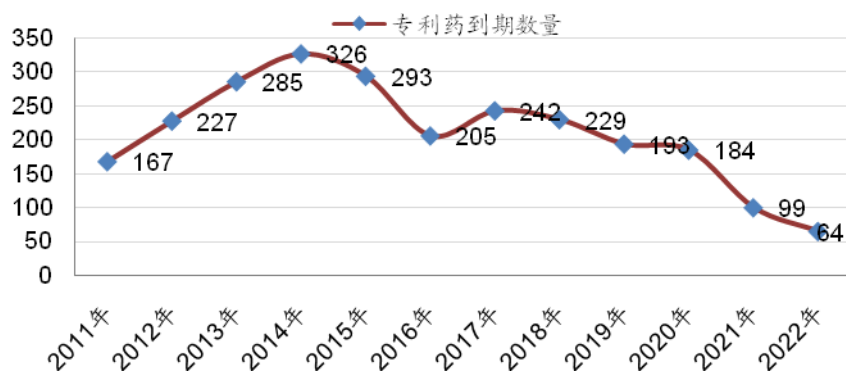
资料来源：公司招股说明书

图表 10 公司中间体产品主要国际客户

中间体名称	客户
氨基酸保护剂	葛莱素-史克、雅培、赛诺非-安万特、韩国 SK、罗氏、安替比奥、巴亨、强生
保护氨基酸	默沙东、惠氏、阿斯利康、庄信万丰、巴亨、帝斯曼、赛诺非-安万特、罗氏
氨基酸衍生物	默沙东、惠氏、帝斯曼
葡辛胺系列	拜耳
TICC	韩国 SK
其他医药中间体	雅培、帝斯曼、强生、韩国 SK

资料来源：公司招股书

图表 11 未来全球药品专利到期情况



资料来源：金元证券研究所

估值

根据测算，公司 2011-2013 年 EPS 为 0.93、1.41、2.09 元，按照最近 33.69 元收盘价，对应 PE 为 36.3、23.9、15.9 倍。公司 AKD 龙头地位突出、技术优势明显，向上游发展大幅提升盈利能力；医药中间体品种众多、产业链不断延伸、未来有望快速成长。鉴于公司未来成长性突出，我们给予公司买入评级。

风险

原材料价格波动风险、人民币升值风险。

图表 12 公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	678	1017	1367	1837
营业成本	550	789	1038	1362
营业税金及附加	3	4	5	7
销售费用	23	36	48	64
管理费用	32	49	66	88
财务费用	5	7	9	12
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	61	133	202	303
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	68	133	202	303
所得税	11	21	32	48
净利润	58	112	170	255
少数股东损益	0	1	1	1
归属于母公司净利润	57	111	169	254
EBIT	73	139	209	313
EPS (元)	0.48	0.93	1.41	2.12

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.