

氟精细化工行业领航者 ——永太科技（002326）研究报告

公司盈利能力稳定，未来有望高速成长

- 公司作为氟精细化工行业的领航者，是国内产品链最完善、产能最大的氟精细化学品生产商之一，公司所从事的氟精细化学行业位于氟化工产业链的顶端，产品附加值高，应用范围广泛，涉及液晶材料、医药、农药等，是国家重点支持和发展的行业。
- 公司具有多方面竞争优势，包括综合性生产平台、先进的科研技术水平、关系稳定的客户群以及合理的股东结构。
- 今年一季度公司实现营业总收入1.15亿元，同比增长10.04%；归属于上市公司股东的净利润1193.1万元，同比增长20.92%；基本每股收益0.09元，同比增长28.57%。
- 公司于09年12月22日完成了3350万股票的发行上市工作，共募集资金6.2亿元。公司募集的资金将全部投资于TFT液晶系列高技术产业化项目和西他列汀侧链高技术产业化项目。这两个项目的实施，将延伸公司液晶化学品的产品链，大幅提高公司该类产品的附加值；同时，公司自主研发并申请专利的西他列汀侧链生产工艺的巨大经济效益将得到实现，并推动公司向西他列汀产品链更高环节的延伸。

盈利预测

我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.67元、1.21元和2.07元，以5月28日收盘价52.64元计算，对应动态市盈率分别为79倍、44倍和25倍，考虑到公司募投项目进展顺利，盈利前景良好，给予公司“推荐”的投资评级。

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	492.8	688.0	963.8	1371.5
营业利润	67.3	103.7	188.6	323.2
利润总额	70.1	105.7	190.6	325.2
归属母公司净利润	57.2	89.8	162.0	276.5
EPS（元）	0.43	0.67	1.21	2.07

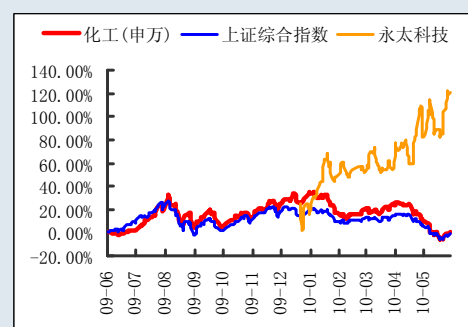
风险因素

- 募投项目收益低于预期的风险；
- 人民币升值对公司产品出口产生不利影响的；
- 同行业竞争加剧的风险。

公司评级：推荐（首次）

★★★★☆

一年来永太科技相对上证综指表现



市场表现（截至2010-05-28）

	最新收盘	近一年
开盘价(元)	54.16	29.80
最高价(元)	55.01	55.59
最低价(元)	52.50	26.33
收盘价(元)	52.64	52.64
换手率	6.4%	1,081.8%
涨跌(元)	-1.36	32.64
涨跌幅	-2.52%	163.20%
行业涨跌幅	0.95%	18.24%
相对行业涨跌幅	-3.47%	144.96%
深成指数涨跌幅	-0.45%	3.63%
相对大盘涨跌幅	-2.07%	159.57%

基础数据（截至2010-05-28）

总股本(万股)	13350
流通A股(万股)	3350
流通比例	25.09%
总市值(亿元)	70.27
流通市值(亿元)	17.63
每股净资产(元)	6.56

王泽军

执业证书编号：S1490209080023

王贝贝

010-58568078

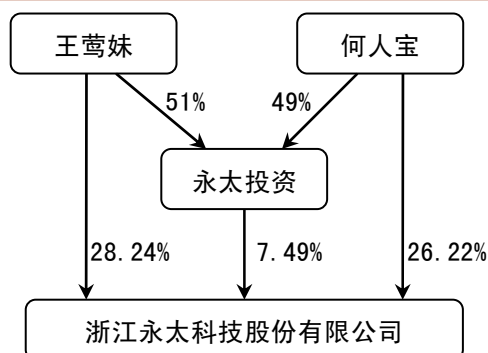
wangbeibei@hrsec.com.cn

永太科技是国内产品链最完善、产能最大的氟精细化学品生产商之一，公司所从事的氟精细化学行业位于氟化工产业链的顶端，产品附加值高，应用范围广泛，涉及液晶材料、医药、农药等，是国家重点支持和发展的行业。

公司前身是成立于 1999 年 10 月 11 日的临海市永太化工有限公司。2006 年 3 月 14 日，公司更名称为浙江永太化学有限公司。2007 年 7 月 15 日，公司组织形式由有限公司整体变更为股份有限公司。2009 年 12 月 22 日，公司在深圳交易所上市。

目前，公司实际控制人为何人宝、王莺妹夫妇，二人分别持有公司 26.22%、28.24%的股权，两人全资控制的临海市永太投资有限公司持有公司 7.49%的股权。

图表 1: 公司控股关系图



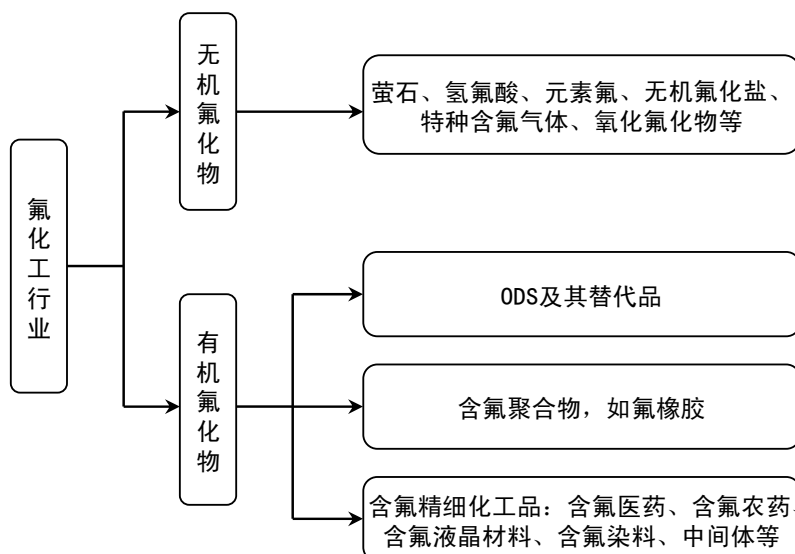
数据来源：公司公告、华融证券

氟化工行业概述

永太科技属于氟化工行业中的氟精细化学品子行业，主要产品涉及液晶材料、医药、农药等。

氟化工行业自上世纪 30 年代产业化以来，产品已广泛应用于建筑、汽车、电子电器、航空航天、国防、医药医疗等行业，并且其应用范围随着科技进步正在向更广更深的领域拓展。

图表 2: 氟化工产业结构图

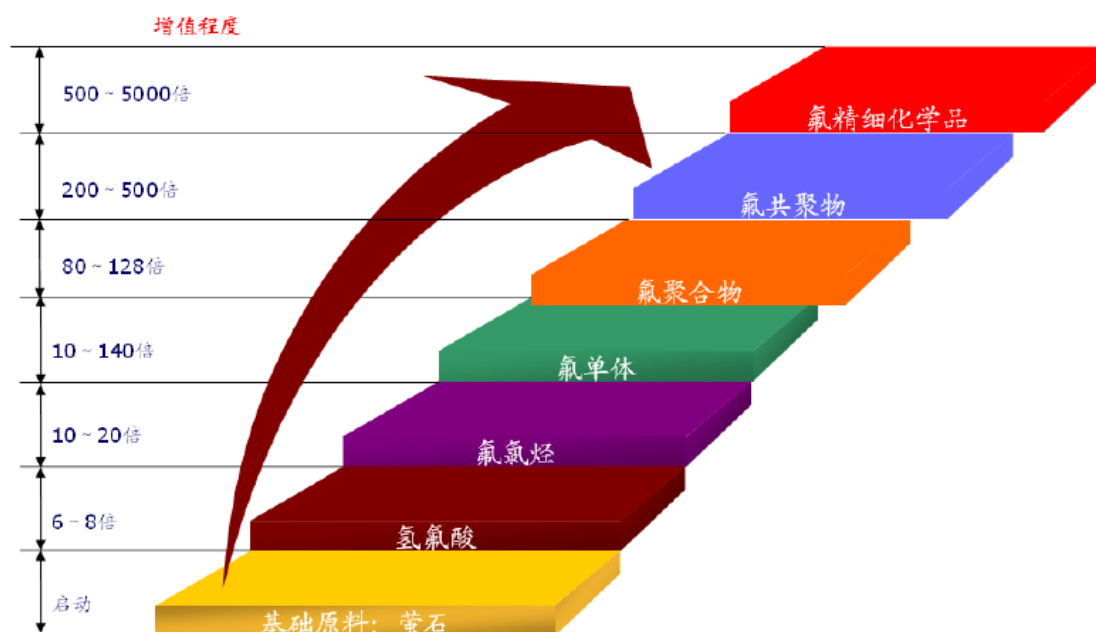


数据来源：公司公告、华融证券

氟化工产品包括无机氟化物和有机氟化物。无机氟化物是整个氟化工行业的基础。有机氟化物主要分为三大类：消耗臭氧层物质（ODS）及其替代品、含氟聚合物、含氟精细化学品。其中，含氟精细化学品主要包括含氟电子化学品、含氟处理剂、含氟添加剂、含氟医药、含氟农药以及含氟染料等。

氟化工产业链越向下游延伸，产品创造的附加值也越高，其技术门槛也越高。氟精细化学品子行业位于氟化工产业的顶端，是整个氟化工行业中附加值最高、产品销售额最大的子行业。

图表 3：氟化工行业产品深加工增值路径图



数据来源：公司公告、华融证券

➤ 氟化工行业整体发展情况

氟化工行业经过八十多年的发展，已成为化工产业中较为成熟的行业之一。目前，全球氟化物销售额已超过 210 亿美元。国际上从事氟化工行业的跨国公司主要是以杜邦公司为首的欧美日 8 大氟化工跨国公司集团，它们分别是：Du Pont（美国杜邦）、Solvay（苏威苏来克斯公司）、Daikin（日本大金公司）、美国 3M 公司、Asahi Glass（日本旭硝子公司）、Arkema（阿柯玛公司）、Ineos Fluor（易诺斯公司）和 Honeywell（霍尼韦尔公司）。这 8 家氟化工企业占有世界氟材料产量的 80%，气体氟化学品的 70%。目前，亚洲，特别是中国市场氟化工产品的需求正在成为全球氟化工发展新的推动力，氟化工产业也逐步由欧美发达国家向以中国为主的发展中国家转移。

萤石（氟化钙， CaF_2 ）是氟化工行业的基础原料，具有不可替代性以及非再生性。我国拥有世界萤石储量的 2/3 以上，发展氟化工产业具有资源优势。我国的无水氟化氢、无机氟盐、氟氯烃等氟化工初级产品的产量在世界氟化工领域已经占有一定的地位。近年来，我国氟化工行业正逐步从低端产品向具有高附加值的高端产品方向迈进，并已在部分氟精细化学品领域取得了突破。以芳香族氟中间体类氟精细化学品产品为例，国内企业的产量已占据国际市场的 50% 左右。

我国的氟化工行业生产商主要集中在浙江、江苏、山东和上海四省市，上述地区占全国氟化工产品的 80% 左右。

图表 4：国内部分主要氟化工生产企业统计

公司	相关主营产品
永太科技股份有限公司	“氟苯”类精细氟化工产品，产品结构包含二氟、三氟、五氟、邻氟和对氟等五大产品系列 80 多种产品，包括 2, 3, 4-三氟硝基苯、3, 5-二氟溴苯、3, 4, 5-三氟苯酚等
浙江巨化股份有限公司	工业氢氟酸、无水氢氟酸、以及用于制冷剂生产的二氟一氯甲烷、一氟三氯甲烷、二氟二氯甲烷等
上海三爱富新材料股份有限公司	氟聚合物、氟精细化学品、氟制冷剂，包括聚四氟乙烯、聚全氟乙丙烯、氟橡胶、全氟辛酸、六氟丙酮、氟利昂（CFC）、CFC 替代品（制冷剂）等。
山东东岳氟化学有限公司	二氟一氯甲烷（F22）、聚四氟乙烯、一氯甲烷、工业氢氟酸等
江苏梅兰集团	聚四氟乙烯树脂、全氟丙烯、偏氟乙烯、聚偏氟乙烯、氟橡胶、工业用二氟一氯甲烷（F22）、以及氟里昂替代品、甲烷氯化物等
浙江省三门解氏化工有限公司	1, 3-二氟苯、2, 3, 4-三氟硝基苯、3, 5-二氟溴苯、对氟溴苯、2, 4-二氟苯胺、邻氟苯胺、3, 4-二氟溴苯、邻二氟苯、2, 6-二氟苯腈、2, 4, 5-三氟苯胺
扬中德立医药化工有限公司	氟喹诺酮类药物中间体，主要产品有 3-氯-4 氟系列、2, 3, 4-三氟系列、2, 4, 5-三氟系列等
烟台万润精细化工有限责任公司	以研究、生产、销售液晶材料为主的化工企业，年产液晶材料及其中间体 20-30 吨、其它精细化工产品 200 多吨
西安瑞联近代电子材料有限责任公司	主要产品有 OEL 材料、UV 固化胶、TN、STN 型混合液晶、联苯类液晶、苯基环己烷类液晶、炔类液晶、二噁烷类液晶、酯类液晶乙烷类液晶、含氟类液晶、手性液晶

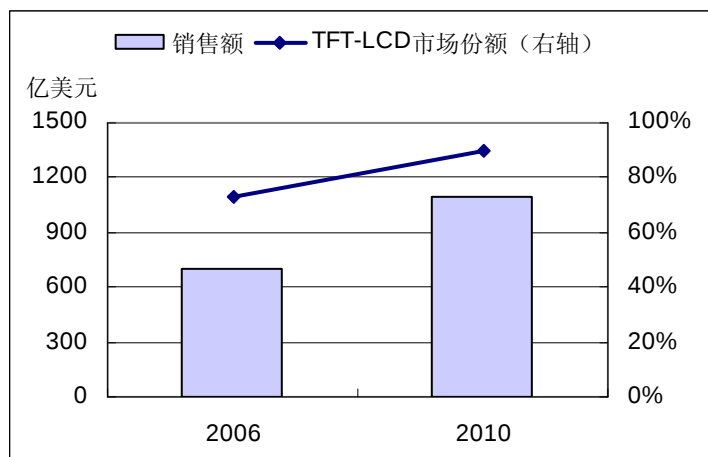
数据来源：公司公告、华融证券

➤ 含氟液晶化学品行业发展情况

TFT 液晶显示器已经成为显示器主流

显示器通常分为平板显示器（FPD）和阴极射线管显示器（CRT）。目前，平板显示器已经占据了移动通讯、数码设备、电脑等中小尺寸显示领域绝大多数的市场份额；而在电视显示领域，受益于近几年液晶显示（LCD）和等离子显示（PDP）技术的发展，平板电视的市场份额也在迅速扩大。

根据 2007 日本智索公司发布数据及预测，按产值计算，2006 年 FPD 已经占据世界显示器领域 92% 的份额，到 2010 年，FPD 的市场份额进一步扩大到 98%。而由于技术、成本等方面的优势，TFT 液晶显示器已经成为 FPD 中的主流。预计到 2010 年，TFT-LCD 将占据显示器领域 90% 的市场份额，达到 1100 亿美元，占有绝对统治地位。

图表 5: TFT-LCD 销售额及市场份额稳步增长


数据来源: 公司公告、华融证券

目前, TFT-LCD 液晶面板产业主要集中在日本、韩国、中国台湾地区以及中国大陆。全世界建成和在建的 TFT-LCD 生产线共有 110 多条, 年生产能力约为 1.3 亿平方米, 产品覆盖从小型电子产品显示屏到大型液晶电视等多类产品。

含氟液晶材料的市场容量

液晶材料是液晶显示器的核心部件, 高性能液晶显示必须由性能优良的液晶材料来实现。目前生产的液晶材料中, 主要以含氟液晶化学品和烃类液晶化学品为主。含氟液晶化学品因其稳定的特性成为关键的液晶化学品, 在 TFT 液晶材料中占有不可替代的地位。近十年来, 几乎所有向列相液晶材料的开发都是含氟液晶化学品, 混合液晶材料的开发也大都是由含氟液晶化学品组成。

液晶材料的增长一般随着液晶面板的增长而增长, 由于液晶显示面板的尺寸越来越大, 因此液晶材料的增长速度一般要高于液晶显示面板的增长速度。预计 2010 年全球 TFT 液晶材料的市场需求量将超过 560 吨, 近三年来总体的年均复合增长率达到 23%, 市场前景十分广阔。

图表 6: 各类 TFT-LCD 对液晶材料需求量预计表

桌面电脑	2007 年	2010 年
出货量(百万片)	172.53	241.43
面积(平方米)	18,018,300	27,493,100
TFT 液晶材料(吨)	100.1	137.46
笔记本电脑	2007 年	2010 年
出货量(百万片)	106.54	176.85
面积(平方米)	6,736,524	11,182,225
TFT 液晶材料(吨)	37.42	55.91
电视机	2007 年	2010 年
出货量(百万台)	70.93	143.26
面积(平方米)	26,728,982	69,667,338
TFT 液晶材料(吨)	133.84	325.11
中小尺寸手持设备	2007 年	2010 年
出货量(百万台)	6.5	8.3
面积(平方米)	1,300,000	1,660,000

TFT 液晶材料（吨）	7.65	9.76
其他中小尺寸 TFT-LCD 显示屏	2007 年	2010 年
出货量（亿台）	3.9	5.61
面积（平方米）	4,528,680	6,510,000
TFT 液晶材料（吨）	25.16	32.54
TFT 液晶材料合计（吨）	304.17	560.78

数据来源：公司公告、华融证券

➤ 含氟医药化学品行业发展情况

含氟医药具有高效、广谱、低毒、低残留等特点，目前国内外含氟药物已达数百种，有许多药物已经成为治疗某些疾病的主要品种，如喹诺酮类抗菌素氧氟沙星、抗抑郁类药物氟西汀、糖尿病类药物西他列汀等。我国含氟医药最常见的是喹诺酮类抗菌素，是 20 世纪 70 年代发展起来的新型抗感染药物，也是近年来发展非常迅速的抗菌素药物。其中的诺氟沙星、环丙沙星和氧氟沙星产量最大，约占国内喹诺酮类抗菌素总产量的 98%，且每年有相当数量用于出口。

另外，在制药领域，各种医药化合物在合成过程中大都需要利用含氟化学品作为原料或中间体。业内普遍认为，今后若干年内，三分之一的新原料药将建立在氟化工产品基础上。目前，我国已经成为含氟药物和含氟医药化学品产量最大的国家之一，有 80% 以上的含氟医药化学品用于出口。

➤ 含氟农药化学品行业

含氟农药作为氟化工行业的另一子行业，近十年来也得到了迅速发展。由于含氟农药活性高、用量少，对环境影响小，所以含氟农药是世界农药新的发展方向，近年研制开发的农药新品种一半以上为含氟农药。目前，在全球 1300 余个农药品种中，含氟农药约占 12%，含氟农药中除草剂约占 45%、杀虫剂占 33%、杀菌剂约占 15%。其中，含氟除草剂是近年来开发最多的氟农药品种。

目前国内氟农药品种、数量还不能满足市场需求，该类产品对进口的依赖度仍然较高。

✚ 公司盈利能力稳定，未来有望高速增长

➤ 公司主营业务

公司自成立以来始终致力于氟精细化学品的打造，围绕“氟苯”形成了具有多样性和高度关联性的多条产品线，产品结构包含二氟、三氟、五氟、邻氟和对氟等五大产品系列 80 多种产品。公司主营产品主要作为有机化工基础原料和中间体，按照用途可以分为液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品四大类别。就产品而言，公司与国内其他主要氟化工企业的产品线具有较大的差别。

含氟液晶化学品方面，公司主要产品 3,5-二氟溴苯、3,4,5-三氟溴苯、3,4,5-三氟苯酚、2,3,4-三氟苯胺的销量位居全国第一；医药化学品方面，公司主要产品 2,3,4-三氟硝基苯的销量位居全国第一；农药化学品方面，公司主要产品 3,5-二氟苯胺、2,4-二氟硝基苯的销量位居全国第一。

图表 7: 公司 09 年主营构成

产品类别	销售收入(万元)	占总主营收入比重
医药化学品	28227.65	57.28%
液晶化学品	12353.18	25.07%
农药化学品	6868.83	13.94%
其他化学品	1814.82	3.68%

数据来源: Wind 资讯、公司公告、华融证券

图表 8: 公司主要产品及其下游应用

	主要产品	对应下游产品
液晶化学品	3,4,5-三氟苯酚、2,3,4-三氟苯胺	酯类液晶化学品
	3,5-二氟溴苯、3,4,5-三氟溴苯	烷基环己基联苯类液晶化学品、烷基双环己基苯类液晶化学品
医药化学品	2,3,4-三氟硝基苯、2,6-二氯氟苯	氧氟沙星, 左氧氟沙星(喹诺酮类抗菌素)
	2,4-二氯-5-氟苯乙酮	环丙沙星(喹诺酮类抗菌素)
	2,3,4,5,6-五氟苯甲酸	司帕沙星(喹诺酮类抗菌素)
	2,4,5-三氟苯乙酸	西他列汀(糖尿病 II 型)
	1,3-二氟苯	氟康唑(抗真菌类)
	2,4,5-三氟苯甲酸	克林沙星(喹诺酮类抗菌素)
	3-氯-4-氟苯胺	诺氟沙星(喹诺酮类抗菌素)
农药化学品	2,4-二氟硝基苯、2,4-二氟苯胺	吡氟草胺
	3,5-二氟苯胺	氨基脲类除草剂
	邻氟苯胺	三唑酮草酯
	3,4-二氯硝基苯	敌稗、敌草隆、利谷隆杀虫剂
	2-氯-4-氟甲苯	除草剂
其他化学品	2,3,4,5,6-五氟溴苯	反应催化剂
	2,6-二溴-4-硝基苯胺	活性分散染料 61#橙
	邻氟-4-硝基-6-溴苯胺	活性分散染料 183#蓝
	邻氯-4-硝基-6-溴苯胺	活性分散染料 19#棕

数据来源: 公司公告、华融证券

在对外销售方面, 公司产品已成功打入日本、美国、德国、印度等多个国家和地区, 对外销售对象主要为国外液晶材料、医药行业、新型农药行业的著名企业, 如德国默克、法国罗地亚、巴斯夫、日本住友化学等。目前公司内销、外销总额基本持平。

图表 9: 公司主营构成按地区分类

地区	2006	2007	2008	2009
内销	58.47%	50.84%	50.38%	48.06%
外销	41.53%	49.16%	49.62%	51.94%

数据来源: Wind 资讯、公司公告、华融证券

公司外销增长的主要推动因素是对德国、印度和日本市场的销售。由于德国和日本是全球液晶显示设备的主要生产国家, 对于液晶材料的需求较大, 因此对于拉动公司外销增长的贡献最大。印度作为新兴医药市场, 其逐年增加的含氟医药产量则带动了公司含氟医药化学品出口的增长。

➤ 公司竞争优势

公司具有综合性生产平台

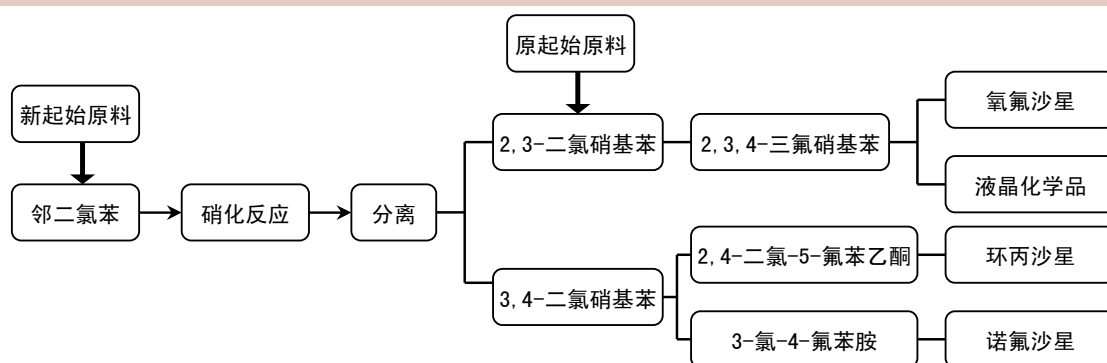
公司是行业内产品链最完善，产能最大的苯系列氟精细化学品生产商之一，经过多年发展，产品结构包含二氟、三氟、五氟、邻氟和对氟等五大产品系列 80 多种产品，产品链上的品种绝大多数都可以单独作为产品销售，具有极强的市场应变能力和极大的产品结构调整升级空间。

与行业内其他企业以外购的中间化学品为原料进行生产不同，公司完善的产品链带来生产的一体化，生产从源头的基础原料开始，可以有效地降低生产成本，避免外购的中间产品因市场供应短缺或价格波动而产生的影响，保证产品质量的稳定。同时，生产的一体化使得互补型产品较多，公司可以依据市场需求状况灵活调整产品结构，规避风险，并实现公司利益最大化。

凭借丰富的产品结构以及专有的联产技术和设备，公司实现了“同一起始原料生产各种产品”的生产模式，能够将生产环节中产生的副产品综合利用，生产出具有更高经济价值的其他产品，降低总体生产成本。

以公司主要产品 2,3,4-三氟硝基苯的生产为例：原工艺路线以 2,3-二氯硝基苯为起始原料，公司利用联产技术，以市场价格低、供应量大基础原料邻二氯苯为新的起始原料，制得 2,3-二氯硝基苯和 3,4-二氯硝基苯，在满足 2,3,4-三氟硝基苯生产需要的同时，还能生产出 2,4-二氯-5-氟苯乙酮等需求量大、的喹诺酮类药物的中间体，这样既拓宽了公司产品链，又保证了生产原料供应，同时降低了生产成本，增强了公司的竞争优势。

图表 10：以邻二氯苯为原料生产工艺路线图



数据来源：公司公告、华融证券

公司技术水平先进，研发力度不断加大

公司十分注重产品科研，先后被国家科技部、浙江省科学技术厅评为“国家火炬计划重点高新技术企业”和“浙江省高新技术企业”，并且承担了多个国家火炬计划项目和火炬计划重点项目的研发工作，多次获得浙江省和台州市颁发的科学技术进步奖，五种产品被认定为浙江省高新技术产品，三氟系列产品获得中国石油和化工行业协会颁发的科技进步一等奖。

近年来，公司逐步加大研发费用投入，2009 年直接投入研发费用达 1295.20 万元，比 2008 年增长 55.5%。目前，公司已经初步建立了各自独立的液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品研发体系。2009 年，公司完成了 55 项新产品小试，14 项产品的中试工作，15 项老产品工艺路线改造，新申请专利 5 项，公开 2 项专利，获得专利授权 2 项。

图表 11：公司近年研发费用投入情况

年度	研发投入（万元）	研发投入增长率	占销售收入比例
2006	121.26	-	0.47%
2007	334.89	176.2%	1.16%
2008	832.9	148.7%	2.12%
2009	1295.2	55.5%	2.63%

数据来源：Wind 资讯、公司公告、华融证券

公司拥有关系稳定的客户群

公司产品已获得了众多国内外知名企业的认同，目前公司已经与东亚药业、浙江京新药业股份有限公司等国内知名企业以及德国默克、巴斯夫、法国罗地亚、日本住友化学等国际著名化工企业建立了稳定的合作关系。

图表 12：公司向前五名客户销售情况统计

序号	销售商名称	销售金额（万元）	占总销售金额比例
2007 年			
1	三门正明化工有限公司 (后更名浙江东亚药业有限公司)	3,908.67	13.60%
2	德国默克	2,599.59	9.04%
3	美国巴斯夫	1,768.70	6.15%
4	日本住友	1,584.47	5.52%
5	联化科技股份有限公司	1,563.52	5.44%
	合计	11,424.95	39.75%
2008 年			
1	香港龙祺	2,931.95	7.47%
2	DR REDDY'S (瑞得)	2,849.41	7.26%
3	德国默克	2,429.90	6.19%
4	上海万朔化学有限公司	2,200.95	5.61%
5	联化科技股份有限公司	1,642.94	4.19%
	合计	12,055.15	30.71%
2009 年 1-6 月			
1	杭州可菲克化学有限公司	1,696.58	7.63%
2	BASF (巴斯夫)	1,573.36	7.08%
3	香港龙祺	1,335.13	6.00%
4	SUMITOMO (日本住友)	1,260.42	5.67%
5	广丰县京新药业有限公司	1,099.15	4.94%
	合计	6,964.63	31.32%

数据来源：公司公告、华融证券

公司不存在向单个客户销售比例超过总额 50%的情况，并且公司向前五大客户的销售额在总销售收入中的比重呈下降趋势，客户群的规模得到扩大，产品的市场销售风险进一步分散。

公司拥有合理的股东结构

公司有 9 位自然人股东属于公司的高管人员和核心技术人员，2 位自然人股东属于公司氟化工行业的著名专家，以上 11 位自然人股东共计持有公司发行前总股本的 90%（一致行动人永太投资 10%的股权包含在内）。高管人员、核心技术人员及业内的著名专家作为公司股东，降低了公司的代理成本，有

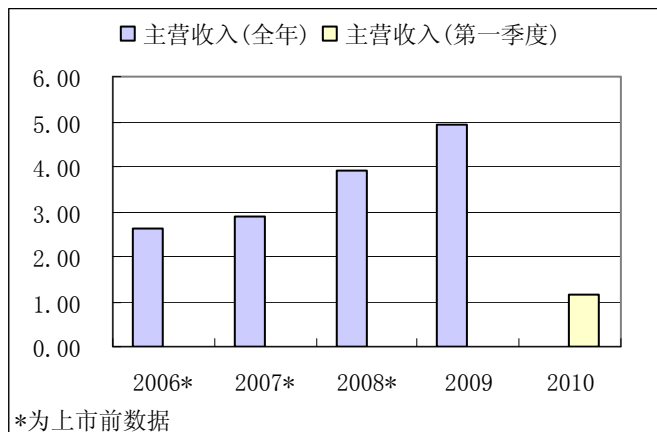
效地激励了核心技术人员，有利于保持公司核心技术团队的稳定。

公司高级管理人员团队为永太科技服务的平均年限为 7 年，管理层构成保持了高度的稳定性，十分有利于公司的长远发展。

➤ 公司盈利能力分析

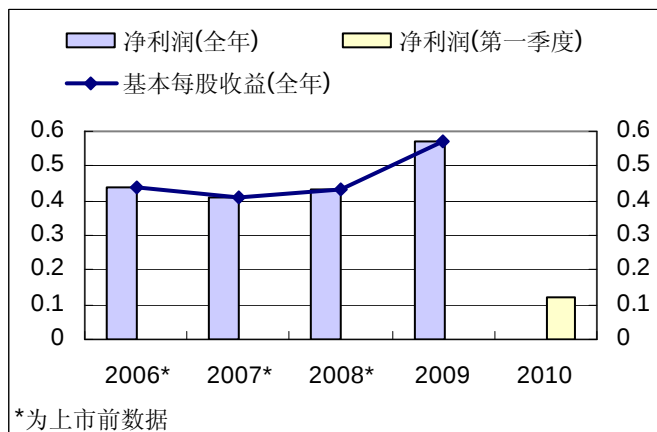
2009 年，公司实现营业收入 49,281.11 万元，同比增长 25.37%，营业利润 6,734.51 万元，同比增长 44.97%，利润总额 7,010.40 万元，同比增长 47.29%，归属于上市公司股东的净利润 5,724.29 万元，同比增长 34.25%。2009 年公司收入和利润在金融危机的影响下，仍然保持了持续稳定的增长，主要原因在于公司适时调整产品结构，充分发挥同一起始原材料生产不同种产品的综合性生产平台优势和产品链完整的优势，增加受危机影响较小的基础医药化学品的产量。2009 年医药化学品实现销售收入 2.83 亿元，同比增长了 52.76%，从而保证了公司营业收入和盈利的稳步增长。

图表 13：公司收入趋势



数据来源：Wind 资讯、公司公告、华融证券

图表 14：公司盈利趋势



注：“基本每股收益”以公司上市前总股本计算

数据来源：Wind 资讯、公司公告、华融证券

根据公司公告，今年一季度公司实现营业总收入 1.15 亿元，同比增长 10.04%；归属于上市公司股东的净利润 1193.1 万元，同比增长 20.92%；基本每股收益 0.09 元，同比增长 28.57%。

毛利率变动情况

图表 15：近年公司毛利率变动情况统计

产品	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年	
	主营收入 (万元)	毛利率	主营收入 (万元)	毛利率	主营收入 (万元)	毛利率	主营收入 (万元)	毛利率
液晶化学品	7,526.38	49.57%	8,074.28	46.16%	11,103.88	43.26%	12,353.18	44.64%
医药化学品	10,241.87	29.79%	8,912.59	28.82%	18,478.75	19.57%	28,227.65	21.65%
农药化学品	2,762.92	28.93%	5,629.37	26.48%	4,770.24	25.60%	6,868.83	26.46%
其他化学品	5,471.13	20.49%	6,122.17	16.09%	4,904.87	15.60%	1,814.82	17.30%
合计	26,002.30	33.47%	28,738.41	30.52%	39,257.73	26.50%	49,264.48	27.58%

数据来源：Wind 资讯、公司公告、华融证券

(1) 液晶化学品

公司液晶化学品产品毛利率较高，盈利能力强。该类产品的毛利率稳定在 40% 以上，毛利率的小幅波动主要是受销售的液晶化学品产品结构略有不同的影响。

(2) 医药化学品

2008 年医药化学品毛利率出现大幅下降，由之前的近 30% 降至不足 20%，主要原因是：受到出口退税率下调、人民币升值的影响，以及金融危机引发的全球市场下滑的影响，公司的生产和销售规模出现下降，导致产品成本上升，总体销售毛利率下降。同时，为应对不利环境，公司利用综合性生产平台，及时根据市场调整产品结构，加大了受金融危机影响较小的医药化学品的生产和销售，特别是 2,4-二氯-5-氟苯乙酮的销售大幅度增加。但该产品毛利率较低，约为 15.6%，这也使得医药化学品的综合毛利率有所下降。

2009 年下半年以来，低毛利率医药化学品占比有所下降，医药化学品毛利率整体出现回升，但距 06、07 年水平还有一定差距。

(3) 农药化学品

公司农药化学品销售毛利率波动较小，基本维持在 26% 左右，主要原因是：自 2006 年以来，公司成功开发了巴斯夫和日本住友化学等大客户，新增 3,5-二氟苯胺和 2,4-二氟硝基苯等产品，农药化学品销售相对集中，产品结构和销售价格稳定。因此，公司农药化学品毛利率较高，且保持稳定。

(4) 其他化学品

公司其他化学品主要是根据客户需要和市场情况开发生产的化学产品，其毛利率随产品不同波动较大。但由于该类产品在主营业务中占比很小，对于公司业绩影响十分有限。

公司主要原材料包括氟化钾、邻二氯苯、间二氯苯、邻硝基氯化苯、二氯硝基苯、环丁砜、溴素等，主要原材料在国内均有充足的供应。总体上，06 年-08 年公司主要原材料价格呈现上涨的态势，09 年上半年受到金融危机影响，原材料价格出现下降。为应对原材料价格上涨的局面，公司利用生产中原材料的可替代性，调整原材料的采购品种，控制生产成本。如前所述，由于 2,3-二氯硝基苯的采购价格较高，公司调整了工艺路线，减少了 2,3-二氯硝基苯的使用量，以更为经济的邻二氯苯作为初始原料，有效的降低了生产成本。

➤ 募集资金运用及未来业务发展

公司于 2009 年 12 月 22 日完成了 3350 万股票的发行上市工作，共募集资金 6.2 亿元。公司募集的资金将全部投资于 TFT 液晶系列高技术产业化项目和西他列汀侧链高技术产业化项目。这两个项目的实施，将延伸公司液晶化学品的产品链，大幅提高公司该类产品的附加值；同时，公司自主研发并申请专利的西他列汀侧链生产工艺的巨大经济效益将得到实现，并推动公司向西他列汀产品链更高环节的延伸。

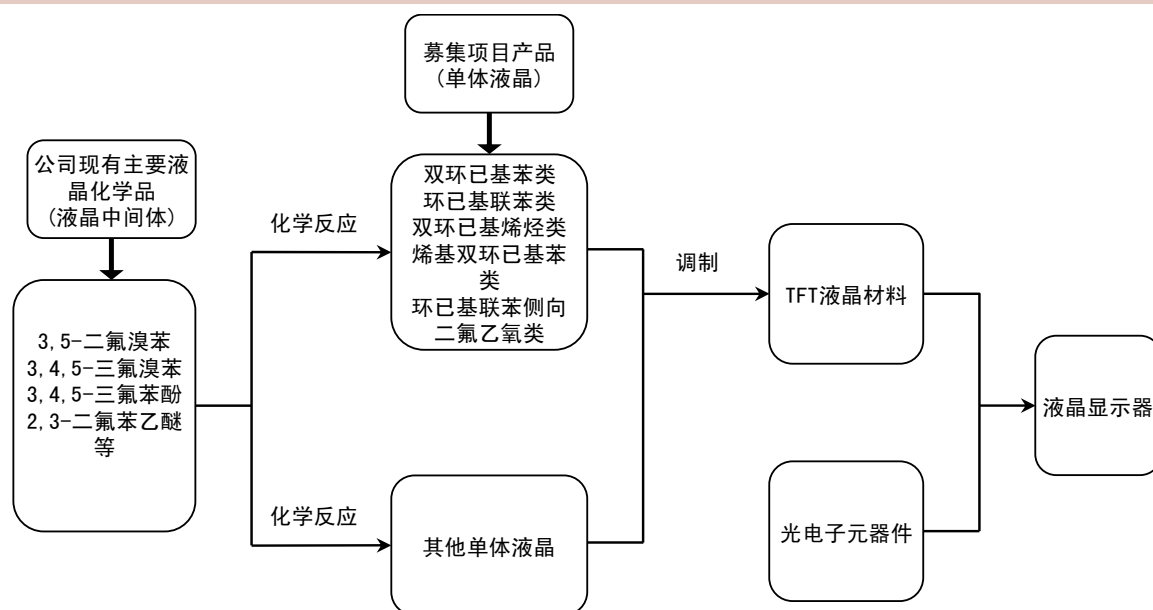
TFT 液晶系列高技术产业化项目

TFT 液晶系列高技术产业化项目主要是以公司现有液晶化学品的技术、生产和市场为基础，通过对公司现有的液晶化学品的深加工实现公司相关产品链的延伸。该项目产出的液晶化学品可以直接用于调制液晶材料，产品处于比公司现有液晶化学产品更高的层次，拥有更高的产品附加值，可以形成公司新的利润增长点。

由于液晶材料产业链较长，出于降低成本等的考虑，国际主要液晶材料制造商已逐步将液晶材料中间生产环节从自己加工转为外购液晶化学品，以充分利用专业化分工，通过转移部分中间工序降低成本。这种产业转移为我国液晶化学品行业的发展创造了有利条件。依托原料供应优势与国家产业政策的支持，目前我国已经成为世界液晶化学品的主要供应国，在全球液晶材料产业链中占有重要地位。

基于液晶化学品市场良好的成长性，以及液晶材料行业产业转移的大趋势，公司此次投资建设 TFT 液晶系列高技术产业化项目，对于巩固公司现有液晶化学品市场地位，形成公司在液晶化学品领域新的竞争优势有着重要推动作用。

图表 16：募投液晶材料项目产品与公司现有液晶化学产品关系



数据来源：公司公告、华融证券

该项目将实际产出五种液晶化学品：双环己基苯类液晶化学品（L1）、环己基联苯类液晶化学品（L2）、双环己基烯烃类液晶化学品（L3）、烯基双环己基苯类液晶化学品（L4）、环己基联苯侧向二氟乙氧基类负性液晶化学品（L5）。这些产品可分别作为调制液晶材料的重要组成部分，满足液晶材料对

不同显示性能的要求。

图表 17：2010 年全球液晶材料市场对 L1-L5 产品需求量预测

产品	预测需求量（吨）
双环己基苯类液晶化学品（L1）	43.6
环己基联苯类液晶化学品（L2）	69.7
双环己基烯烃类液晶化学品（L3）	148.6
烯基双环己基苯类液晶化学品（L4）	81.6
环己基联苯侧向二氟乙氧基类负性液晶化学品（L5）	87.8

数据来源：公司公告、华融证券

该项目投资建设期为两年，项目完全达产后可形成年产 81 吨 L1-L5 系列 TFT 液晶材料的生产能力。据公司预测，项目建成达产后，可年新增销售收入 4.12 亿元，实现净利润 9508 万元。

图表 18：募投液晶材料项目生产规模

产品名称	生产规模（吨/年）
双环己基苯类液晶化学品（L1）	6
环己基联苯类液晶化学品（L2）	10
双环己基烯烃类液晶化学品（L3）	30
烯基双环己基苯类液晶化学品（L4）	15
环己基联苯侧向二氟乙氧基类负性液晶化学品（L5）	20

数据来源：公司公告、华融证券

该项目所开发的 L1-L5 系列 TFT-LCD 液晶化学品是新型 TFT-LCD 液晶材料的关键中间体，国内尚无生产商形成规模化生产。

目前 L1-L5 系列产品在国外以液晶材料制造商自己加工为主，但是出于降低生产成本方面的考虑，国际主要液晶材料制造商正在逐步将有关液晶材料中间生产环节外包，通过转移部分中间工序降低成本，提高自身的利润水平。在这种产业转移的背景下，该项目将为公司发展提供良好的市场机会。

西他列汀侧链高技术产业化项目

西他列汀侧链高技术产业化项目是公司在现有西他列汀侧链生产的基础上，根据市场需求状况，对公司西他列汀侧链产品生产能力进行扩张，以满足未来市场需求的增长。

国际糖尿病流行病学研究显示，全球已经诊断的糖尿病患者约为 1.94 亿人。根据预测，全球糖尿病患者数量将持续快速增长，到 2025 年，全球糖尿病患者总数将达到 3.33 亿人。糖尿病分为 I 型糖尿病和 II 型糖尿病，其中大多数患者为 II 型糖尿病。

西他列汀是治疗 II 型糖尿病的特效新药，该药已于 2006 年 8 月获得美国食品药品监督管理局（FDA）的批准，并于 2007 年 4 月成为第一种通过欧盟批准的 DDP-4 抑制剂类糖尿病治疗药物。据市场预测，2010 年西他列汀占世界主要糖尿病用药物市场份额将超过 20%，成为世界主要的糖尿病用药物之一。

2007 年初，公司与美国著名制药公司在中国境内的代理商杭州龙祺化工有限公司商签署了长期合作协议，确立了共同合作开发客户和产品的合作关系，该协议有效期为 20 年，从 2007 年开始生产并销售西他列汀的重要原料西他列汀侧链产品。

公司通过调配其他产品的生产能力，逐步形成 30 吨/年的西他列汀侧链产品产能。该产品在 2007 年开始实现销售，截至 2009 年 6 月 30 日，公司累计销售西他列汀侧链产品 62 吨，生产保持正常。但目前公司西他列汀侧链生产能力远不能满足协议要求。

此次投资建设的西他列汀侧链高技术产业化项目建成达产后，西他列汀侧链产品的生产将转移至项目所在的新厂区，西他列汀侧链产品产能将翻倍，达到 60 吨/年的生产能力，与目前合作协议中约定的订单数量相匹配。项目投产后，采取与目前相同的定制生产模式，所有产品均为定制产品。

该项目建设期一年。公司预计项目建成达产后，可年新增销售收入 4440 万元，实现净利润 1155 万元。

对于该募投资金项目，公司表示，还将加快项目的建设进度，争取在 2010 年 12 月完成全部新区土建工程，并加快已建成车间的设备安装调试，争取 9 月底前完成试生产。

盈利预测

公司作为氟精细化工行业的领航者，拥有完善的产业链、规模领先的产能以及成熟的技术，近年来业绩稳步增长。未来高毛利率的 TFT 液晶原料业务将成为公司业绩增长的重要动力。公司募投项目 TFT 液晶原料和西他列汀侧链产品产能释放后，公司业绩有望出现跳跃式发展。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67 元、1.21 元和 2.07 元，以 5 月 28 日收盘价 52.64 元计算，对应动态市盈率分别为 79 倍、44 倍和 25 倍，考虑到公司募投项目进展顺利，盈利前景良好，给予公司“推荐”的投资评级。

图表 19：永太科技盈利预测（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	492.8	688.0	963.8	1371.5
营业成本	356.9	488.5	641.0	857.2
营业税金及附加	2.6	3.6	5.1	7.2
营业费用	10.4	13.8	19.3	27.4
管理费用	44.0	65.4	91.6	130.3
财务费用	9.4	13.1	18.3	26.1
资产减值损失	2.2	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	67.3	103.7	188.6	323.2
营业外收入	4.7	3.0	3.0	3.0
营业外支出	2.0	1.0	1.0	1.0
利润总额	70.1	105.7	190.6	325.2
所得税	12.9	15.8	28.6	48.8
净利润	57.2	89.8	162.0	276.5
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	57.2	89.8	162.0	276.5
EPS（元）	0.43	0.67	1.21	2.07

数据来源：华融证券

 风险提示

- 募投项目收益低于预期的风险；
- 人民币升值对公司产品出口产生不利影响的风险；
- 同行业竞争加剧的风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn