

永太科技 (002326) 精细化工

—氟精细化学品行业龙头，已然进入高速成长期

投资评级 推荐 评级调 首次推荐 收盘价 23.67 元

投资要点：

- 1、浙江永太科技股份有限公司是专业研发、生产和销售氟精细化学品的国家火炬重点高新技术企业，产品涉及液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品四大系列 80 多种，是国内产品链最完善、产能规模最大的氟精细化学品制造商之一。
- 2、随着全球平板显示产业在不断向中国转移，作为液晶显示器的关键原材料，国内的液晶材料市场将迎来光明前景，这为公司提供了良好的发展空间。永太科技的液晶化学品最初是为德国默克公司供货，现在和全球三大液晶厂商默克、智索和永生华清均形成长期合作关系。
- 3、氟医药具有高效、广谱、低毒、低残留等特点，目前国内外氟药物达到数百种，有许多药物已经成为治疗某些疾病的主要品种，成为合成药物中非常重要的一类。另外，西他列汀作为一种专治 II 型糖尿病的专利新药，其市场空间巨大，且产品附加值高，公司 60 吨的西他列汀侧链和 80 吨的西他列汀烯胺物项目的顺利投产将显著提升公司医药化学品业务的综合盈利能力。
- 4、持续的高研发投入，加快了公司新产品推出进度，同时新厂区的顺利建设将有效突破公司的产能瓶颈，加上已和国内外众多知名企业形成良好的合作伙伴关系，将有助于公司新产品的市场推广，这些综合因素使得永太科技已经进入高速成长期。
- 5、我们预计 2011-2013 年，公司营业收入增长率分别为 74.2%、65.2% 和 42.5%，归属母公司股东净利润增长率为 166.3%、82.9% 和 45.4%，按最新股本测算，预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.65 元、1.18 元和 1.72 元。结合目前行业内的整体估值水平，公司合理的 PE 估值水平应为 2011 年 40 倍，2012 年 25 倍，对应目标价为 26.00~29.50 元/股。因此，我们对公司进行首次覆盖，并给予“推荐”的投资评级。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	511	890	1,471	2,095
YOY	4%	74%	65%	42%
归属母公司净利润	58	155	284	413
YOY	2%	166%	83%	45%
毛利率	28.8%	33.5%	36.8%	38.3%
ROE	6.6%	15.0%	22.0%	25.1%
EPS(元)	0.44	0.65	1.18	1.72
P/E	55.42	37.46	20.48	14.09
P/B	3.67	5.61	4.51	3.53

发布时间：2011 年 6 月 24 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	69.98/22.55
上证指数/深圳成指	2688.25/11775.32
50 日均成交额(百万元)	33.80
市净率(倍)	6.45
股息率	

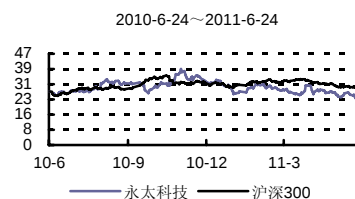
基础数据

流通股(百万股)	78.21
总股本(百万股)	240.30
流通市值(百万元)	1851.23
总市值(百万元)	5687.90
每股净资产(元)	3.67
净资产负债率	40.14%

股东信息

大股东名称	王莺妹
持股比例	28.24%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：褚杰
执业证书编号：S0020511030006
电 话：021-51097188-1875
电 邮：chujie@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟
电 话：(86-21) 51097188-1952
电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

目 录

第 1 部分 公司概况	5
1.1 主营概况	5
1.2 股权结构	6
第 2 部分 全球氟化工产业加速向中国转移	7
2.1 氟精细化学品位于氟化工产业高端	7
2.2 氟精细化学品，进口替代效应强	8
2.3 中国氟化工产业现状	9
第 3 部分 行业前景向好，公司充分受益	11
3.1 液晶化学品，将成公司业绩主要增长点	11
3.1.1 平板显示产业加速向中国转移，带动国内液晶材料需求长期向好	11
3.1.2 液晶单晶项目投产，提升公司液晶化学品业务盈利前景	13
3.2 医药化学品，未来公司重点发展方向	14
3.2.1 含氟医药化学品市场空间巨大	15
3.2.2 西他列汀，成长空间广阔	16
3.2.3 寻求多方合作，进一步延伸产业链	17
3.3 含氟新农药，未来行业发展方向	17
第 4 部分 投资亮点：已然进入高速成长期	19
4.1 持续的高研发投入，加快公司新产品开发速度	19
4.2 新厂区建设顺利，突破公司产能瓶颈	20
4.3 稳定的客户群体，保障公司产品销售畅通	21
4.4 公司财务分析	21
第 5 部分 盈利预测和公司估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 相对估值及投资评级	23
5.3 风险提示	24

图表目录

表 1. 公司主要产品及其下游应用领域情况	5
图 1. 公司主营收入情况	5
图 2. 医药和液晶化学品是公司利润主要来源	6
图 3. 公司各主营业务毛利率情况	6
图 4. 公司股权结构图	6
图 5. 氟化工产业链结构图	7
表 2. 2006 年, 我国主要氟化工产品生产能力情况	7
图 6. 氟化工产业增值路径图	8
表 3. 中国萤石资源的储量及产量占世界比重情况	8
图 7. 中国历年萤石出口量及出口均价情况	8
图 8. 近年中国萤石出口量价情况	9
图 9. 近年中国氢氟酸出口量价情况	9
图 10. 2008 年度中国主要氟化工产品占全球比重	9
表 4. 国际主要氟化工跨国企业集团	10
表 5. 国内主要氟化工企业及其主要产品	10
表 6. 国内从事含氟精细化工的主要企业及其主要产品	10
图 11. 公司主营产品链	11
图 12. 液晶材料是液晶显示器件的核心部件	11
图 13. 液晶显示器件简式结构图	11
图 14. 2010 年度全球大尺寸液晶面板实现快速增长	12
表 7. 目前中国已投产 TFT-LCD 面板生产线	12
表 8. 目前中国在建和拟建的 TFT-LCD 面板生产线	12
图 15. 公司液晶化学品毛利率一直保持在 40%以上	13
图 16. 液晶化学品业务是公司业绩的主要来源	13
表 9. TN、STN 和 TFT 三种显示技术比较	13
表 10. 公司 TFT 液晶系列高技术产业化项目情况	14
图 17. TFT 液晶系列的募投项目公司现有业务的关系	14
表 11. 公司 81 吨 TFT 液晶单晶项目具有更高的盈利能力	14
表 12. 目前市场上用于制造含氟药物的主要化学品	15
图 18. 近年来, 我国医药制造行业持续保持快速增长	15
图 19. 世界糖尿病流行趋势触目惊心	16
图 20. 公司医药化学品业务历年盈利情况	16
图 21. 国内农药原药产量持续保持稳定增长	17
图 22. 全国农药制造业收入规模不断扩大, 行业整体盈利能力保持稳定	17
图 23. 1990-2009 年我国农药中间体发展情况	18
图 24. 目前含氟农药的构成情况	18
图 25. 公司农药化学品业务盈利情况	18
表 13. 公司研发机构情况	19
图 26. 公司研发投入连续 4 年保持 50%以上的增长	19
图 27. 公司加快新产品开发速度	19
表 14. 目前公司已进入环保审批的项目	20
表 15. 公司生产基地情况	20
图 28. 浙江永太生产基地	20

图 29. 滨海永太生产基地	20
图 30. 浙江永太新生产基地.....	20
表 16. 公司盈利能力及成长性指标	21
表 17. 公司运营和偿债能力指标.....	21
表 18. 公司老厂原有项目营收预测情况表	22
表 19. 公司新厂区项目营收预测情况表.....	23
表 20. 公司营收预测汇总表.....	23
表 21. 相对估值情况表	24
图 31. 前期公司股价跟随中小板指数出现大幅回调，系统性风险充分释放	24
表 22. 利润表.....	25
表 23. 现金流量表	25
表 24. 资产负债表	26

第 1 部分 公司概况

浙江永太科技股份有限公司是专业研发、生产和销售氟精细化学品的国家火炬重点高新技术企业，产品涉及液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品四大系列 80 多种，是国内产品链最完善、产能规模最大的氟精细化学品制造商之一。

表 1. 公司主要产品及其下游应用领域情况

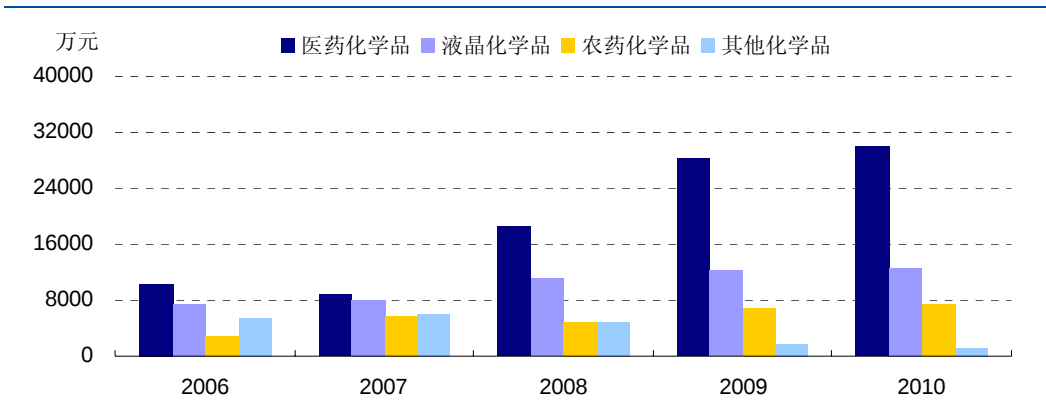
	主要产品	下游应用领域
液晶化学品	3,4,5-三氟苯酚、2,3,4-三氟苯胺	酯类液晶化学品
	3,5-二氟溴苯、3,4,5-三氟溴苯	烷基环己基联苯类液晶化学品、烷基双环己基苯类液晶化学品
医药化学品	2,3,4-三氟硝基苯、2,6-二氯氟苯	氧氟沙星、左氧氟沙星（喹诺酮类抗生素）
	2,4-二氯-5-氟苯乙酮	环丙沙星（喹诺酮类抗生素）
	2,3,4,5,6-五氟苯甲酸	司帕沙星（喹诺酮类抗生素）
	2,4,5-三氟苯乙酸	西他列汀（糖尿病 II 型）
	1,3-二氟苯	氟康唑（抗真菌类）
	2,4,5-三氟苯甲酸	克林沙星（喹诺酮类抗生素）
	3-氯-4-氟苯胺	诺氟沙星（喹诺酮类抗生素）
	2,4-二氟硝基苯、2,4-二氟苯胺	吡氟草胺
农药化学品	3,5-二氟苯胺	氨基脒类除草剂
	邻氟苯胺	三唑酮草案
	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-无氟溴苯	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、国元证券研究中心

1.1 主营概况

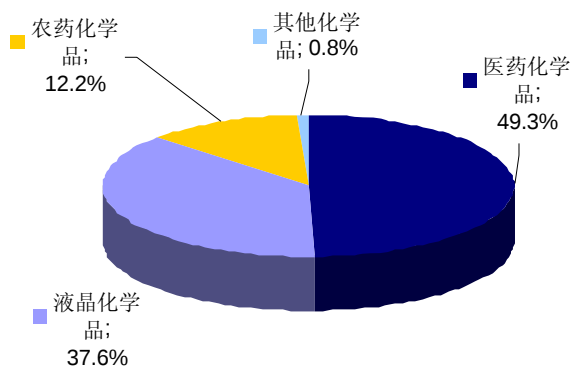
公司产品主要包括液晶、医药、农药和其他化学品四大类，其中液晶和医药化学品是目前公司利润的主要来源。2010 年，在产能不足的情况下，公司继续保持稳定增长：全年实现营业收入 5.1 亿元，同比增长 3.7%；实现净利润 5,832 万元，同比增长 1.9%。

图 1. 公司主营收入情况



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

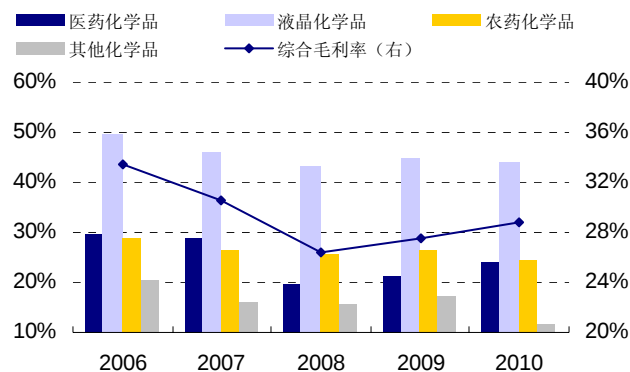
图 2. 医药和液晶化学品是公司利润主要来源



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

注：图中数据系 2010 年度公司各主营业务毛利额

图 3. 公司各主营业务毛利率情况

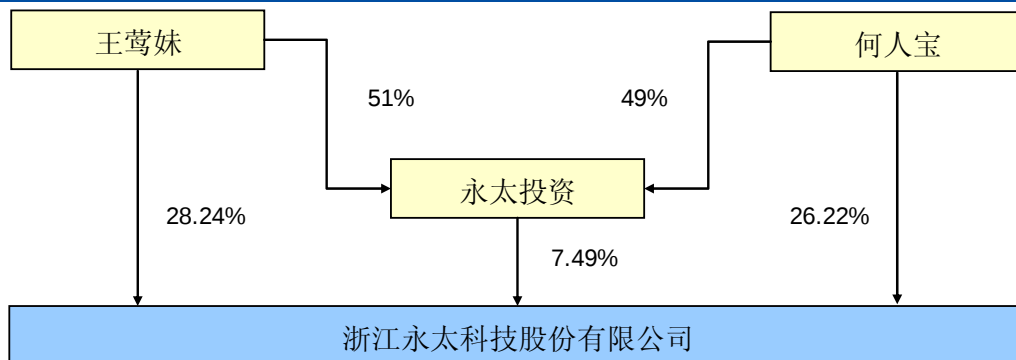


数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

1.2 股权结构

王莺妹、何人宝夫妇分别直接持有公司 28.24%、26.22%的股权，并通过永太投资间接持有公司 7.49%的股权，合计持股比例达到 61.95%，为公司的控股股东和实际控制人。

图 4. 公司股权结构



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

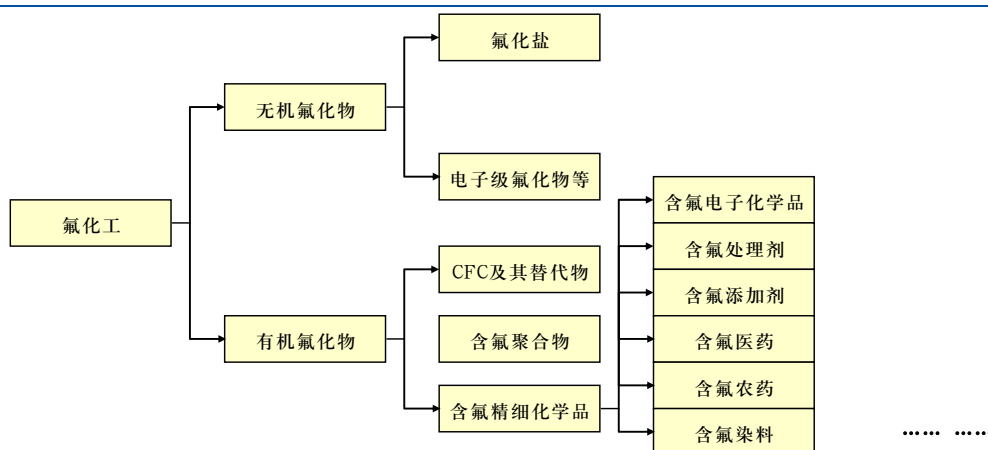
第 2 部分 全球氟化工产业加速向中国转移

公司所处行业为氟化工行业中的氟精细化学品子行业。自 20 世纪 30 年代以来，因其产品性能优异、品种丰富、应用范围广、氟化工行业成为一个发展迅速的重要行业，其产品广泛应用于建筑、汽车、国防、医药、电子电器、航天航空等行业，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。

2.1 氟精细化学品位于氟化工产业高端

氟化工产品主要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，氟化工行业的其他产品均是在无机氟化物的基础上继续加工而成。有机氟化物又主要分为三大类：消耗臭氧层物质（ODS）及其替代品、含氟聚合物和含氟精细化学品。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、含氟染料等。

图 5. 氟化工产业链结构图



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 2. 2006 年，我国主要氟化工产品生产能力情况

产品类别	产能：万吨/年
氢氟酸	65.00
氟化盐	60.00
CFC 及替代物	59.29
含氟高分子材料	6.19
含氟中间体及精细化学品	2.00
氟化工产品总计	182.48

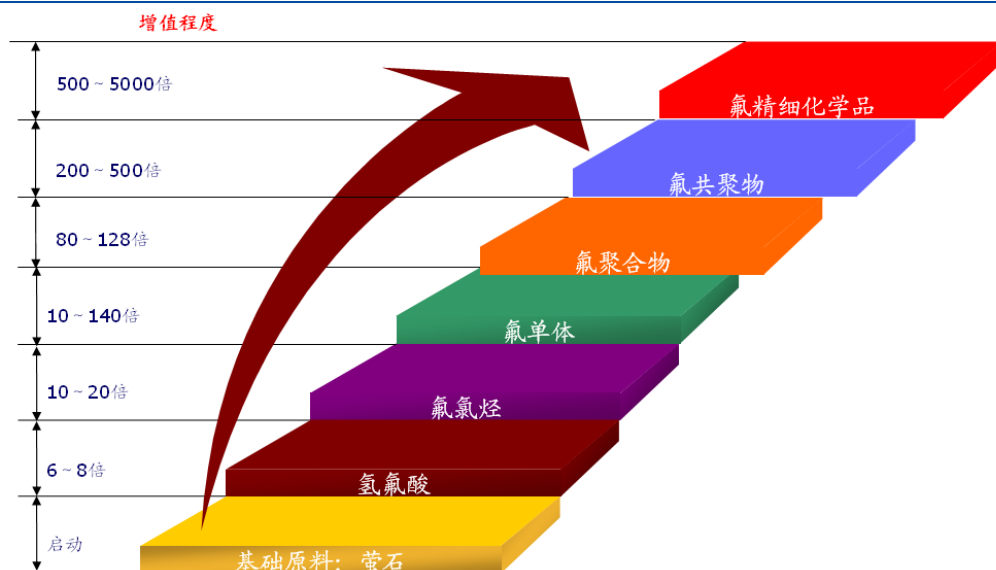
数据来源：中国氟硅有机材料工业协会、国元证券研究中心

萤石（ CaF_2 ）作为工业上氟元素的主要来源，成为氟化工行业的源头，随着氟化工产业链逐渐向下游延伸，其技术门槛越来越高，同时其产品的附加值也呈现出几何级数的递增。氟精细化学品行业位于氟化工产业的最高端，在整个氟化工行业中附加值最高、产品销售额最大的子行业。

2005 年，全球氟化工产品总销售量约为 250 万吨，销售额逾 210 亿美元；有机氟化物产品总量约 150 万吨，销售额约 190 亿美元，其中氟精细化学品总销量约 65 万吨，

约占氟化工行业总销量的 26%，销售额约 150 亿美元，约占氟化工行业总销售额的 70%。

图 6. 氟化工产业增值路径图



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

2.2 氟精细化学品，进口替代效应强

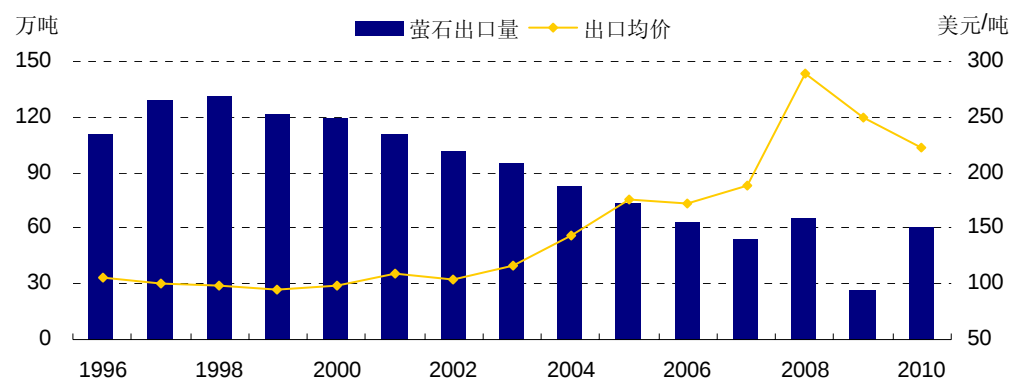
萤石资源是目前氟化工行业唯一的、不可替代的基础原材料，属于稀缺性的非再生矿物资源。根据 2009 年 USGS 发布的统计资料显示，中国的萤石储量和基础储量分别为 2100 万吨和 1.1 亿吨，分别占全球的 9.1%和 22.9%，同时产量占到全球的 54.8%，成为全球最大的萤石生产国和出口国。

表 3. 中国萤石资源的储量及产量占世界比重情况

2008 年	储量	基础储量	产量
中国	2,100	11,000	320
全球	23,000	48,000	584
占全球比重	9.1%	22.9%	54.8%

数据来源：USGS、国元证券研究中心（单位：万吨）

图 7. 中国历年萤石出口量及出口均价情况

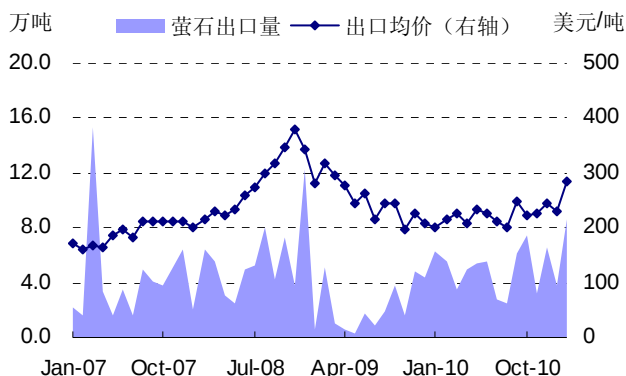


数据来源：海关总署、国元证券研究中心

我国拥有丰富的含氟资源是发展氟化工得天独厚的条件，但由于技术水平的限制，

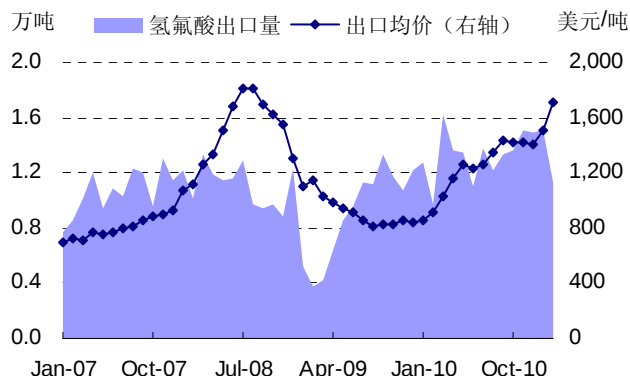
目前我国氟化工产品仍以初级、通用型的大宗类产品为主，产品附加值不高。萤石是不可再生的战略性资源，长期无节制的开采和出口，将使其面临资源枯竭的局面，为合理开发利用和有效保护萤石资源，我国从 1999 年就开始对萤石实行出口配额许可制度，并一直延续至今。近期更是出台了一系列关于萤石和氟化氢行业的产业政策，得益于我国萤石出口呈下降趋势，且出口价格仍在不断上涨。

图 8. 近年中国萤石出口量价情况



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

图 9. 近年中国氢氟酸出口量价情况

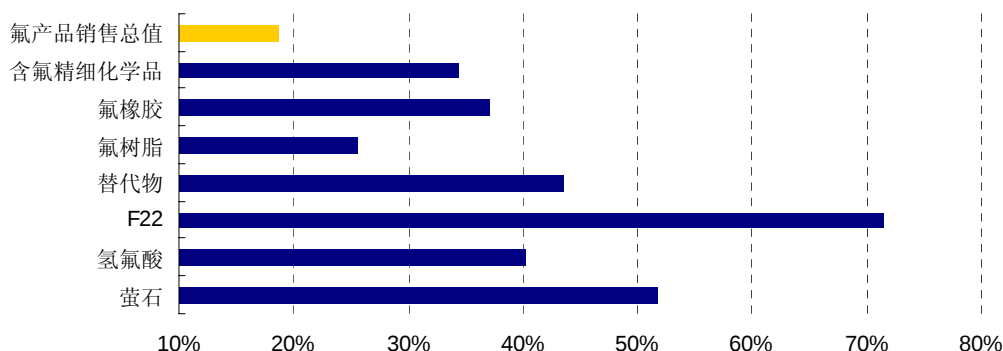


数据来源：CEIC、国元证券研究中心

由于中国不断削减萤石出口配额，全球萤石市场供应减少，而其他国家至今无法弥补中国减少的供应部分，致使全球萤石价格不断上涨，再加上本土氟化工企业的兴起，发达国家的氟化工企业近年来逐步关闭其基础、通用氟化工生产线，转而向包括中国在内的发展中国家购买这类产品，或者在发展中国家投资建厂来生产这类产品。

经过多年发展，我国无水氟化氢、无机氟化盐、氯氟烃等氟化工产品在世界氟化工领域已占有一定地位，但上述产品均属初级、通用型的大宗类产品，属于产业链低端，产品附加值不高，每年我国仍需大量进口位于产业链高端的氟精细化学品。因此，**发展氟精细化学品行业，具有很强的进口替代效应**。近年来，随着中国企业技术水平的不断提高，氟化工行业正逐步向高附加值领域延伸，在部分氟精细化学品领域已取得较大的突破。

图 10. 2008 年度中国主要氟化工产品占全球比重



数据来源：国元证券研究中心

2.3 中国氟化工产业现状

经过 80 多年的发展，世界氟化工产业已发展成为比较成熟的行业之一。经过不断收购兼并，目前国际上已形成了以杜邦为首的八大氟化工跨国公司集团，主要集中在欧美

和日本，他们合计占世界 80% 的氟材料产量，以及 70% 的气体氟化学品产量。

表 4. 国际主要氟化工跨国企业集团

序号	公司名称
1	DU Pont（美国杜邦）
2	Solvay（苏威苏莱克斯公司）
3	Daikin（日本大金）
4	美国 3M 公司
5	Asahi Glass（日本旭硝子）
6	Arkema（阿柯玛公司）
7	Ineos Fluor（易诺斯公司）
8	Honeywell（霍尼韦尔公司）

数据来源：国元证券研究中心

得益于国内的资源和成本优势，中国本土的氟化工企业迅速兴起，但由于技术条件的约束，中国的氟化工产业还主要集中在初级、通用型氟化工产品领域。目前国内的氟化工产业主要分布在浙江、江苏、山东和上海等地，合计占国内 80% 的市场份额。主要企业有：浙江巨化股份有限公司、上海三爱富新材料有限公司、山东东岳氟化学有限公司、江苏梅兰集团、中昊晨光化工研究院、多氟多化工股份有限公司等。

表 5. 国内主要氟化工企业及其主要产品

公司简称	主要产品
巨化股份	为工业氢氟酸、无水氢氟酸、二氟一氯甲烷、一氟三氯甲烷、二氟二氯甲烷等
三 爱 富	聚四氟乙烯、聚全氟乙丙烯、氟橡胶、全氟辛酸、六氟丙酮、CFC、CFC 替代品
山东东岳	F ₂₂ 、聚四氟乙烯、一氯甲烷、工业氢氟酸
江苏梅兰	聚四氟乙烯树脂、全氟丙烯、偏氟乙烯、聚偏氟乙烯、氟橡胶、F ₂₂ 、CFC 替代物等
晨 光 院	氟化氢、氟利昂、全氟辛酸、四氟乙烯、偏氟乙烯、全氟丙烯、氟树脂、氟橡胶等
多 氟 多	冰晶石、氟化铝、氟化盐、六氟磷酸锂

数据来源：国元证券研究中心

在氟精细化学品领域，经过多年发展，国内部分产品已取得突破，但总体还处于初始阶段。目前已形成 10 余家骨干企业，除永太科技外，主要包括浙江省三门解氏化工有限公司、扬中德立医药化工有限公司、烟台万润精细化工有限责任公司、西安瑞联近代电子材料有限责任公司等。

表 6. 国内从事含氟精细化工的主要企业及其主要产品

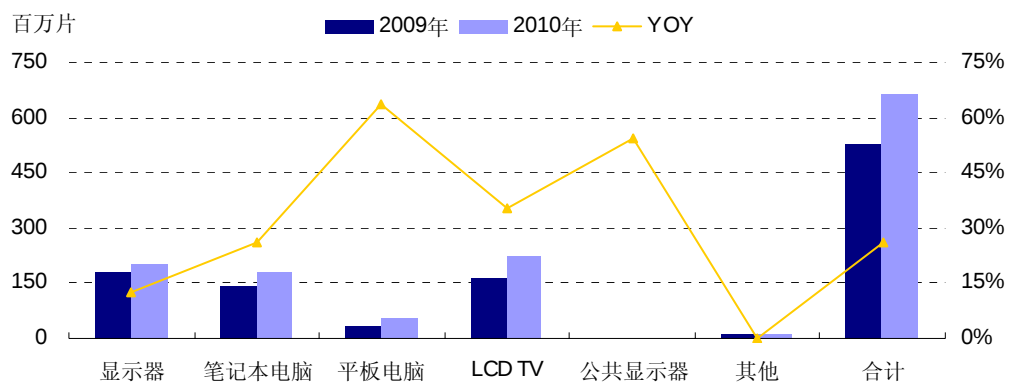
公司简称	主要产品
浙江省三门解氏化工有限公司	1,3-二氟苯、2,3,4-三氟硝基苯、3,5-二氟溴苯、对氟溴苯、等
扬中德立医药化工有限公司	氟喹酮类药物中间体
烟台万润精细化工有限责任公司	液晶材料等
西安瑞联近代电子材料有限责任公司	液晶材料、医药中间体等
浙江永太科技股份有限公司	液晶、医药、农药及其他化学品

数据来源：国元证券研究中心

从全球的角度来看，2005 年全球氟精细化学品产值占氟化工行业总产值的 70%，而国内氟精细化学品产品仅占 20% 还不到，远低于国际水平。随着中国经济的持续快速发展，未来国内氟精细化学品的市场空间巨大。

11

图 14. 2010 年度全球大尺寸液晶面板实现快速增长



数据来源: DisplaySearch、国元证券研究中心

由于技术瓶颈, 平板显示产业一直是我国电子信息产业的短板。十一五”以来, 国家投入大量资金, 支持 TFT-LCD 产业的发展。据不完全统计, 截止到目前为止, 国内共有 11 条 LCD 面板生产线投产, 主要以 2.5、4.5 和 5 代线为主, 产品主要为中小尺寸。

2009 年以来, 我国进入了大尺寸 TFT-LCD 面板的投资高峰期, 截止到目前为止在建和拟建的项目就有 7 条, 其中 2010 年 11 月 17 日合肥京东方的 6 代线的投产, 标志着我国正式进入大尺寸液晶面板时代。

表 7. 目前中国已投产 TFT-LCD 面板生产线

企业名称	生产线世代	产能规模 (万片/月)	投产时间
信利半导体	2.5 代	3	2007 年
莱宝高科	2.5 代	4	2008 年
上海天马	4.5 代	3	2008 年
京东方	4.5 代	3	2009 年
成都天马	4.5 代	3	2010 年
武汉天马	4.5 代	3	2011 年
京东方	5 代	9	2005 年
中航光电子	5 代	9	2005 年
龙腾光电	5 代	4	2007 年
深超光电	5 代	6	2008 年
京东方	6 代	12	2010 年

数据来源: 国元证券研究中心

表 8. 目前中国在建和拟建的 TFT-LCD 面板生产线

企业名称	生产线世代	产能规模 (万片/月)	预计投产时间
南京熊猫	6 代	8	2011 年
龙飞光电	7.5 代	9	2011 年
苏州三星	7.5 代	8	2013 年
广州 LGD	8 代	8	2013 年
京东方	8.5 代	9	2011 年
华星光电	8.5 代	8	2011 年
广新光电	8.5 代	9	2013 年

数据来源: 国元证券研究中心

随着全球平板显示产业在不断向中国转移，作为液晶显示器的关键原材料，国内的液晶材料市场将迎来光明的前景。

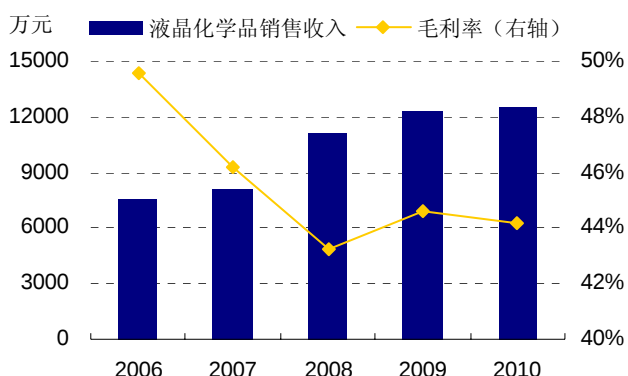
目前，全球高端的 TFT 液晶材料被德国默克（Merck）和日本智索（Chisso）所垄断，销售毛利率高达 60% 以上。由于液晶材料产业链较长，在终端配置成液晶材料之前的生产过程中会涉及到多种液晶化学品。为实现专业化分工，国际主要液晶材料制造商正在逐步将液晶材料的中间生产环节外包，从自己加工转为外购液晶化学品。这种产业转移为中国液晶化学品行业的发展创造了广阔的市场空间。

另外，我国也是 TN、STN 液晶材料的生产大国，永生华清生产的 TN 液晶材料占全球 60% 的市场份额，并正大力发展 TFT 液晶材料，目前已成为世界第三大液晶材料制造商。依托原料供应优势与国家产业政策的支持，未来国内液晶材料需求增长将拥有不可低估的前景，这为公司提供了良好的发展空间。公司的液晶化学品最初是为德国默克公司供货，现在和全球三大液晶厂商默克、智索和永生华清均形成长期合作关系。

3.1.2 液晶单晶项目投产，提升公司液晶化学品业务盈利前景

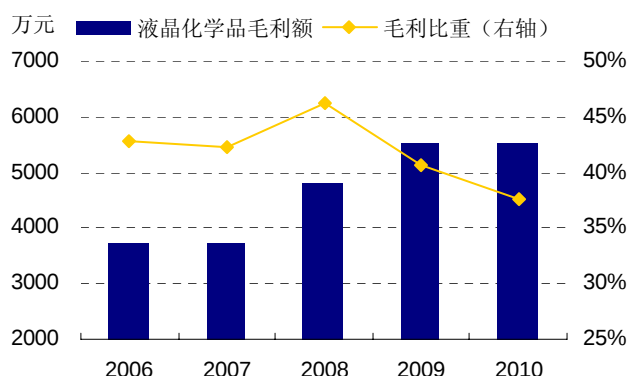
由于液晶化学品具有技术含量高，生产工艺复杂，产品数量多等特点，其产品的附加值较高，一直是公司业绩的主要来源。

图 15. 公司液晶化学品毛利率一直保持在 40% 以上



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

图 16. 液晶化学品业务是公司业绩的主要来源



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

目前，液晶显示主要有 TN、STN 和 TFT 三种液晶显示技术，且都在广泛应用，但由于 TN-LCD 和 STN-LCD 的显示容量的缺陷正逐渐被 TFT-LCD 所取代，TFT 已经成为液晶显示技术的主流方向。

表 9. TN、STN 和 TFT 三种显示技术比较

显示技术	工作原理	显示器性能特点	应用范围
TN 液晶	利用液晶分子扭曲 90 度实现显示	制造工艺简单，成本低，但显示容量低，响应速度慢，且为黑白显示	手表、计算器、仪器仪表等黑白显示屏
STN 液晶	以液晶分子扭曲 180-240 度实现显示	显示容量高于 TN-LCD、但低于 TFT-LCD，响应速度较慢，色彩不够鲜艳	黑白手机及部分彩屏手机和 MP3 等
TFT 液晶	采用薄膜晶体管阵列直接驱动液晶分子实现显示	消除交叉失真效应，显示容量大，响应速度快，	台式、便携式、掌上电脑，移动通讯、车载设备、液晶电视、摄像机、数码相机、电子相框、PDA、彩屏手机等

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

针对目前显示技术的发展趋势，2009 年公司成功在中小板上市，并募投 81 吨 TFT 液晶单晶项目，该项目主要是以公司现有液晶化学品业务为基础，对现有液晶化学品进行深加工，延伸相关产业链。

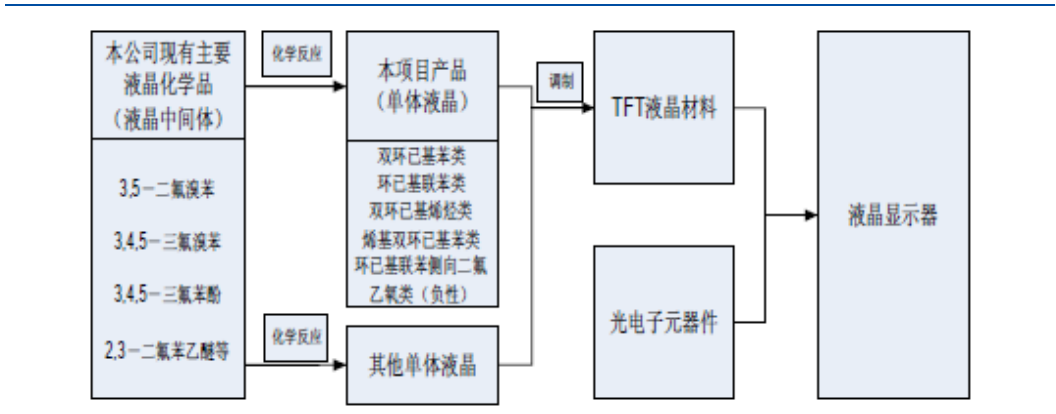
2011 年 2 月 15 日，公司公告称已完成 81 吨 TFT 液晶系列项目的设备安装工程，并于 2011 年 2 月 12 日经临海市环保局核准试生产。

表 10. 公司 TFT 液晶系列高技术产业化项目情况

产品名称	生产规模（吨/年）	目前市场容量（吨/年）
双环己基苯类液晶化学品（L1）	6	43.6
环己基联苯类也将化学品（L2）	10	69.7
双环己基烯烃类液晶化学品（L3）	30	148.6
烯基双环己基苯类液晶化学品（L4）	15	81.6
环己基联苯侧向二氟乙氧基类负性液晶化学品（L5）	20	87.8

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图 17. TFT 液晶系列的募投项目公司现有业务的关系



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 11. 公司 81 吨 TFT 液晶单晶项目具有更高的盈利能力

	公司现有液晶化学品业务	81 吨 TFT 液晶单晶项目
主要产品	3,4,5-三氟苯酚、3,4,5-三氟溴苯等	L1~L5 系列
产品价格水平	10 ⁶ 元/吨级别	10 ⁷ 元/吨级别
产品盈利能力（毛利率）	40%~50%	50%~60%

数据来源：国元证券研究中心

该项目所开发的产品属于 TFT 液晶单晶，和公司传统的液晶化学品业务相比具有更高的附加值，产品的盈利能力更强，且目前国内尚无生产厂商形成规模化生产。随着该项目的投入试生产，公司液晶化学品业务的盈利能力将得到显著提升。

3.2 医药化学品，未来公司重点发展方向

氟医药具有高效、广谱、低毒、低残留等特点，目前国内外氟药物达到数百种，有许多药物已经成为治疗某些疾病的主要品种，成为合成药物中非常重要的一类，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。

由于氟有机化合物具有特异的生物活性和生物适应性，因此将其作为药物的开发极为活跃，许多新产品仍在源源不断的开发之中。

表 12. 目前市场上用于制造含氟药物的主要化学品

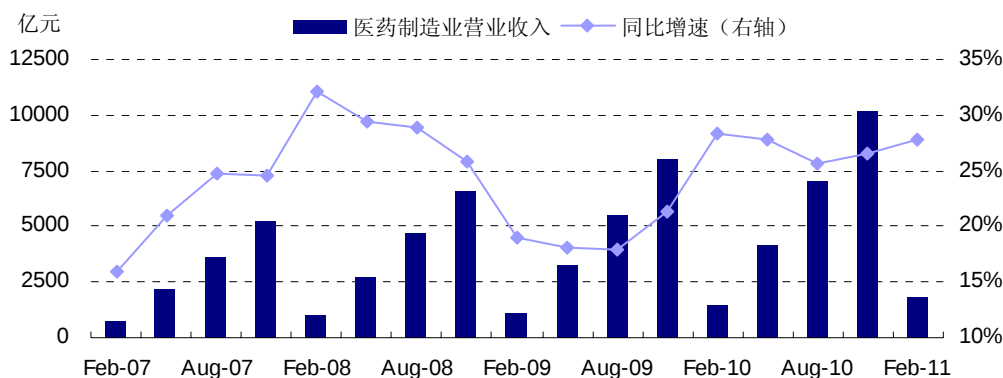
产品名称	主要用途
2,3,4-三氟硝基苯	氧氟沙星、左氧氟沙星（喹诺酮类抗菌素）
2,3,4,5-四氟苯甲酰氯	左氧氟沙星（喹诺酮类抗菌素）
2,3,4,5,6-五氟苯甲酸	司帕沙星（喹诺酮类抗菌素）
2,4-二氯-5-氟苯乙酮	环丙沙星（喹诺酮类抗菌素）
3-氯-4-氟苯胺	诺氟沙星（喹诺酮类抗菌素）
2,4,5-三氟苯甲酸	西他列汀（糖尿病药）
对氟苯酚	硫印酸（消炎抗风湿类药）、索比尼尔（泉塘还原酶制剂）
对氟苯甲酰氯	有氟伐他汀（心脑血管类药）
4-溴-2 氟苯胺	布洛芬（消炎药）
1,3-二氟苯	氟康唑（抗真菌类药）

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

3.2.1 含氟医药化学品市场空间巨大

医药化学品是医药行业的重要组成部分，其市场容量及发展趋势主要取决于下游医药行业的发展状况。2010 年 1-11 月，我国医药制造行业实现营业总收入达 10,170 亿元，同比增长 26.5%。

图 18. 近年来，我国医药制造行业持续保持快速增长



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

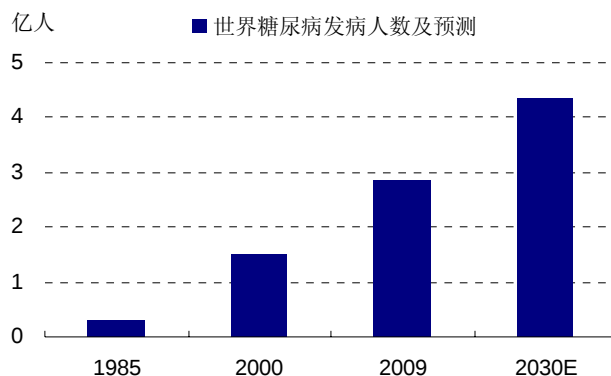
含氟有机化合物具有较高的脂溶性和疏水性，能够促进其在生物体内吸收与传递的速度，因此，含氟医药具有用量少、毒性低、药效高、代谢力强等特点，从而促进了含氟药物的发展。目前，国内外含氟药物已经达到数百种，许多是一线的临床治疗药物，年销售额已经超过了 10 亿美元。

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，因此，含氟化学品变得日益重要，研发活动也日趋活跃。行业专家和咨询顾问们都普遍认为：今后若干年内，三分之一的新原料药将建立在氟化学基础上。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供应出口。

3.2.2 西他列汀，成长空间广阔

国际糖尿病联合会（IDF）研究显示，目前全球的糖尿病病人约为 2.85 亿人，其中中国就有近 9,400 万糖尿病人，据世界第一。按目前的发展速度，到 2030 年，全球糖尿病人数将增加到 4.35 亿人，增长 50%以上，其中 90%为 II 型糖尿病，情况不容乐观。

图 19. 世界糖尿病流行趋势触目惊心

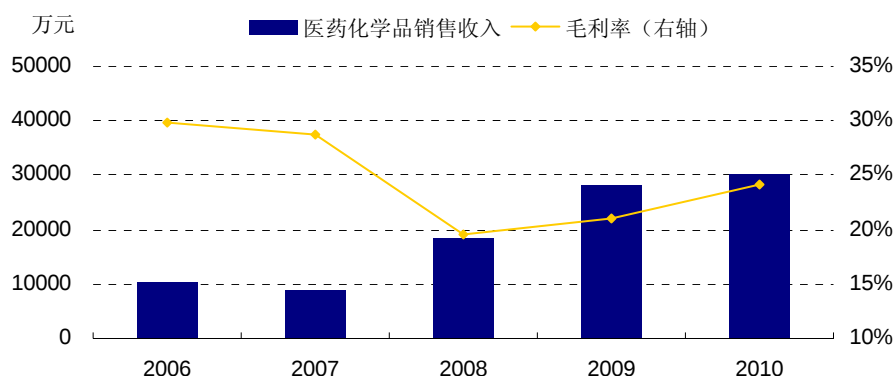


数据来源：IDF、国元证券研究中心

西他列汀是一种二肽基肽酶-4（DPP-4）抑制剂，用于治疗 II 型糖尿病，属于默克公司的专利新药，尚处于专利保护期。自 2006 年面世以来，其市场反应良好，据有关机构预测，2010 年其全球市场份额将超过 20%，为世界上主要的糖尿病用药物之一。根据美洲银行的预测，2011 年这一产品的销售额将达到 19.7 亿美元，而 2006 年上市当年仅为 4,200 万美元。

2010 年 11 月 4 日和 2011 年 2 月 15 日，公司相继公告其 60 吨西他列汀侧链（募投项目）和 80 吨西他列汀烯胺物项目经临海市环保局核准试生产。西他列汀侧链和西他列汀烯胺物均属于生产西他列汀的重要化学品，其产品附加值相对较高，基本均在 40% 以上，远高于目前公司医药化学品业务的整体盈利情况。

图 20. 公司医药化学品业务历年盈利情况



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

目前，西他列汀属于处于保护期的专利新药，默克公司对该产品实行严格的定制生产制度，为确保上述项目产品的顺利销售，公司和默克公司的国内代理商——杭州龙祺化工确立了合作关系，并于 2007 年就签署了《项目合作及客户保密（护）协议》，且协议有效期为 20 年，以保证公司产品的销售。

广阔的市场空间，畅通的销售渠道，确保了公司西他列汀相关化学品的产品销售；更高的产品附加值，将会显著提升公司医药化学品业务的整体盈利能力。

3.2.3 寻求多方合作，进一步延伸产业链

为不断拓展公司的医药化学品业务，公司在继续和国家跨国公司保持紧密合作的同时，还采用自己开发和收购兼并的方式来寻求进一步向下游原料药行业的发展。

2010 年 11 月 28 日，公司就出资 5,460 万元收购了景德镇富祥药业 26% 的股权。景德镇富祥药业是一家主营抗生素类原料药的医药企业，其 2010 年净利润预计可达 2,500 万元。公司以股权合作的方式来实现从医药中间体业务向原料药业务的延伸。

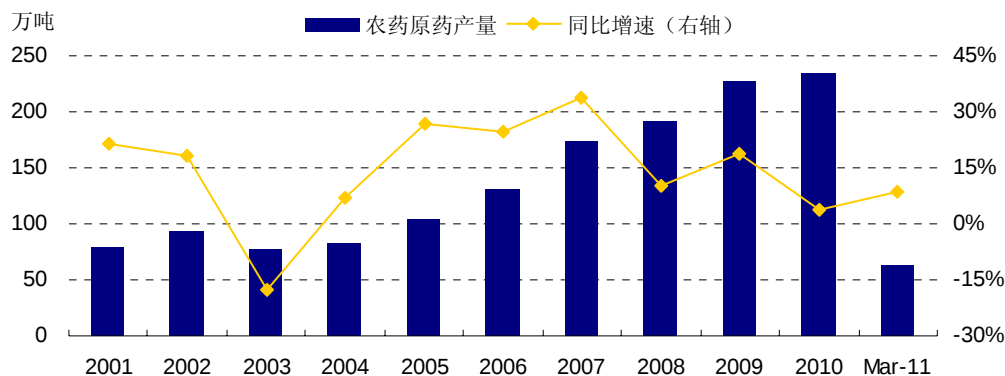
除股权合作方式外，公司已选定了一些医药原料药产品开始进行中试及产品质量研究，来逐步向下游延伸。另外，公司在 2010 年报中提到，目前公司已经在下游医药原料药企业、制剂企业、农药企业和上游萤石矿方面储备了一些收购标的，希望能够在 2011 年通过上下游的扩张增加公司产能和资源储备，为公司未来三年的高速发展奠定基础。

“新产品的不断开发、上下游产业链的延伸”，将为公司医药化学品业务未来的持续快速发展提供保证。

3.3 含氟新农药，未来行业发展方向

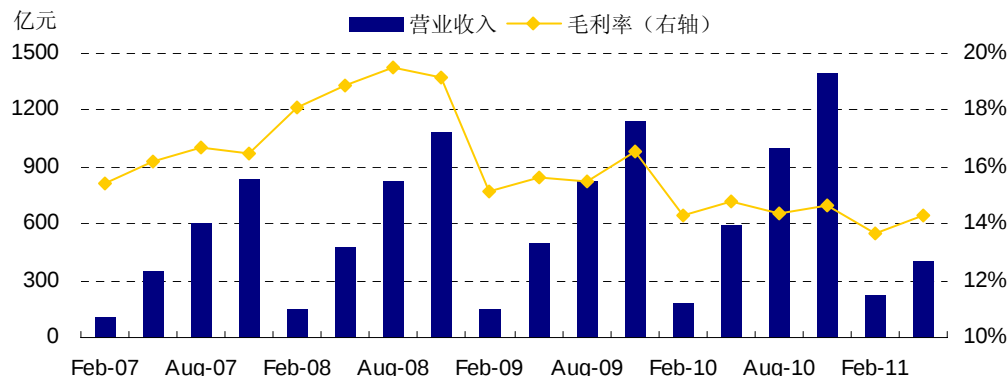
我国农药工业经过近 60 年的发展，形成了包括农药生产、制剂加工、农药化学品、科技开发在内的完整工业体系。2010 年 1-11 月全国农药制造业实现营业收入 1394 亿元，同比增长 23.8%；2010 年全国农药原药产量为 234.2 万吨，同比增长 3.5%。

图 21. 国内农药原药产量持续保持稳定增长



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

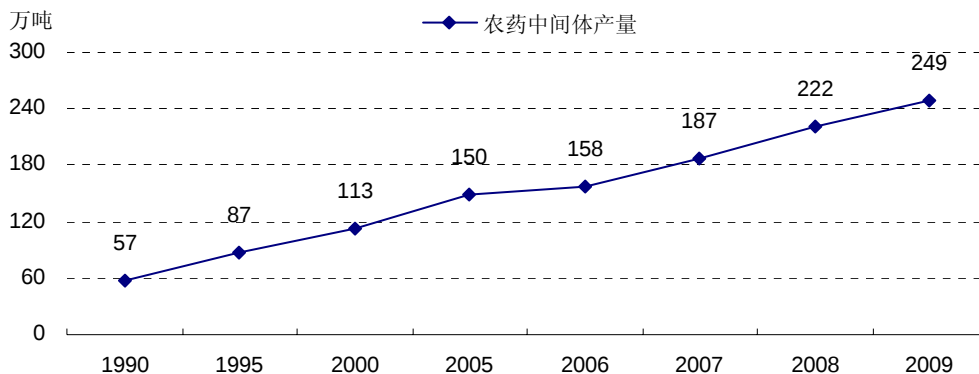
图 22. 全国农药制造业收入规模不断扩大，行业整体盈利能力保持稳定



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

随着我国农药产业的不断发展，农药中间体的产量也在逐年增加，1990-2009 年年均复合增长率为 8.1%。

图 23. 1990-2009 年我国农药中间体发展情况

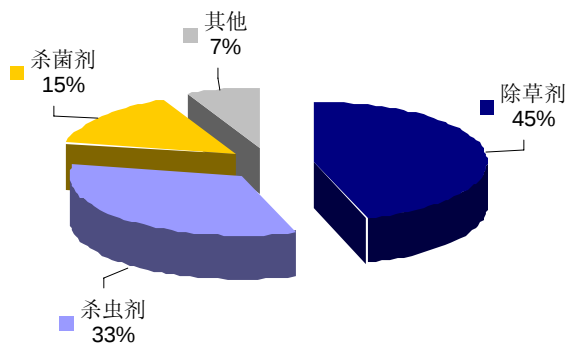


数据来源：联化科技增发招股说明书、国元证券研究中心

含氟农药具有很高的生物活性，且具有高效、光谱、低毒、低残留等特点，因此近 10 年来得到了迅速发展。据不完全统计，近 10 年来所开发的农药新品种中，含氟化合物就高达 50%以上，且含氟农药已占全部农药的 10%以上。

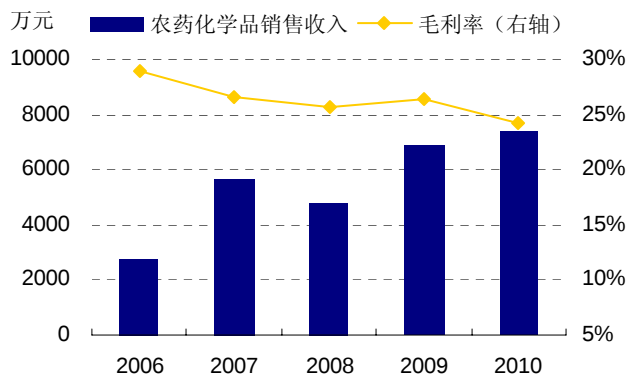
由于含氟农药活性高、用量少、对环境影响小，所以含氟农药将是世界新农药的发展方向，可以预见我国含氟的农药化学品行业将迎来更大的发展。再加上近年来国外大型农药公司不断将其农药中间体的生产向包括中国在内的发展中国家转移，未来我国农药原药及中间体的出口数量也将大幅增长。

图 24. 目前含氟农药的构成情况



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图 25. 公司农药化学品业务盈利情况



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

可以预见，随着未来含氟新农药需求的不断增长，公司的农药化学品业务也将继续保持稳定增长。2010 年，公司农药化学品业务实现营业收入 7413 万元，同比增长 7.9%，产品毛利率 24.2%。

第 4 部分 投资亮点：已然进入高速成长期

4.1 持续的高研发投入，加快公司新产品开发速度

公司产品所属行业为氟精细化学品行业，具有产品品种多、更新速度快，制造过程复杂等特点，因而对企业的持续研发能力和生产过程控制的要求较高。公司作为国内氟精细化学品领域的龙头企业之一，非常重视研发创新，并先后被国家科技部、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”。

为更好的服务于公司的技术开发和技术转让，公司在做好总部研究实验室的项目开发工作的前提下，于 2010 年 12 月注册设立了北京科迪永成科技有限公司，这将便于公司进一步吸引高科技人才，为公司的新产品开发注入新的活力。

表 13. 公司研发机构情况

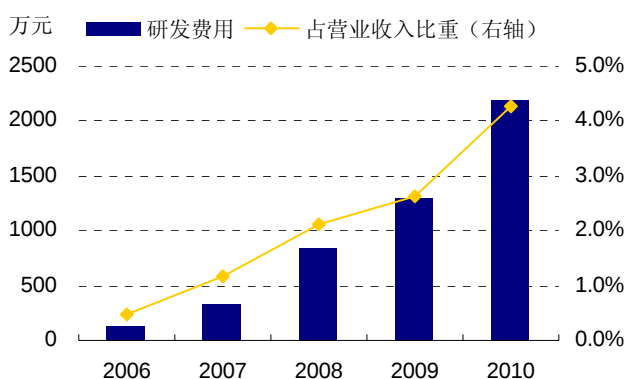
公司研发机构	
1	浙江永太研发部
2	2003 年与浙江工业大学建立“浙江永太医药化工研究中心”
3	2005 年与浙江大学合作建立“联合实验室”
4	2007 年成立北京永太电子材料研究中心
5	2010 年北京永太电子材料研究中心变更为北京科迪永成科技有限公司

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

在拥有强大的研发团队之后，公司持续加大科技研发投入，连续 4 年保持 50% 以上的增长。2010 年，公司直接研发投入费用 2,188 万元，同比增长 61.6%，当年公司就完成了 75 个产品的小试开发工作，产品涵盖液晶、医药中间体、原料药等。

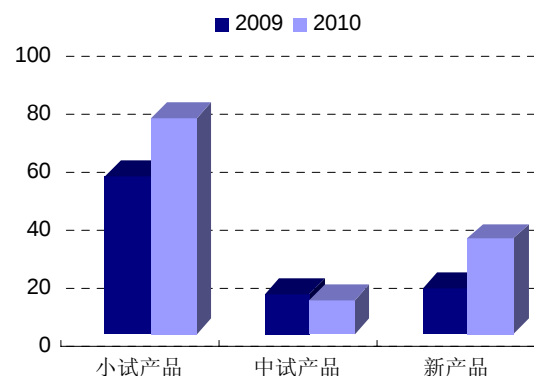
持续的高研发投入，加快了公司新产品的开发速度。2010 年公司从研发成功转化为销售的新产品数量达 33 个，比 2009 年增长 100% 以上。在这些新产品中，既有百吨级的医药高级中间体和农药中间体，也有十吨级的液晶单晶材料，这些项目在未来都将面临量产。不断的新产品面世，为公司未来的持续高增长打下了坚实的基础。

图 26. 公司研发投入连续 4 年保持 50% 以上的增长



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图 27. 公司加快新产品开发速度



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

注：图中新产品为当年实现销售的新产品数量，图中数据单位：个

表 14. 目前公司已进入环保审批的项目

项目名称	设计产能（吨/年）
T1-3	100
酮烯砒	60
氟苯胺	100
CDT	100
DFPB	25
MFBA	60
彩电平板显示材料	350

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

注：上述项目预计 2011 年上半年完成审批工作

4.2 新厂区建设顺利，突破公司产能瓶颈

上市之初，公司已有浙江临海和江苏滨海两个生产基地，经过多年发展，上述两个基地的土地利用已近极限，且生产经营已经满产，产能瓶颈日益制约着公司的发展，这和公司持续的新产品开发进度完全不相匹配，以致 2010 年公司营业收入同比增长仅为 3.7%。

为突破产能瓶颈，公司积极推进毗邻临海老厂的新厂区工程建设，1#和 2#标准车间、公用办公楼、储罐区等已完成设备安装；其中标准车间 1 于 2010 年 11 月 4 日开始试生产 60 吨西他列汀侧链和 80 吨西他列汀烯胺物；标准车间 2 于 2011 年 2 月 15 日开始试生产 81 吨的 TFT 液晶单晶系列产品。新厂区的土地面积远大于老厂区，预计其可用于建设 10 个标准车间。除 1#和 2#标准车间外，目前 3#和 4#标准车间已经完成土建工作，进入设备安装阶段。

表 15. 公司生产基地情况

生产基地	具体地址	占地面积（万 m ² ）	成立时间
浙江永太	浙江台州临海化工园区	4	1999 年
滨海永太	江苏盐城滨海医化园区	10	2004 年
浙江永太新厂区	浙江化学原料药基地临海园区	12	2007 年

数据来源：公司网站、国元证券研究中心

图 28. 浙江永太生产基地



数据来源：公司网站、国元证券研究中心

图 29. 滨海永太生产基地



数据来源：公司网站、国元证券研究中心

图 30. 浙江永太新生产基地



数据来源：公司网站、国元证券研究中心

随着新厂区建设的顺利进行，将确保公司新产品能够顺利实现量产，能在很大程度上改善目前公司产能严重不足的状况，并为公司未来导入高级医药中间体、原料药以及 TFT 液晶相关材料等产品奠定基础。

4.3 稳定的客户群体，保障公司产品销售畅通

优质的产品品质、良好的交货记录以及强大的研发实力，使得公司产品获得了众多国内外知名企业的认同。目前，公司已经和德国默克、巴斯夫、法国罗地亚、日本住友化学等国际著名化工企业，以及东亚药业、浙江京新药业等国内知名企业建立了稳定的合作关系。

公司还非常注重与合作伙伴之间的交流和沟通，定期向合作伙伴发布最新的技术信息，主动展示其生产供应能力，拓展其新产品领域的合作，以获取订单。另一方面，公司还通过多种渠道了解合作伙伴的产品需求，依据自身情况，主动研发，扩大合作领域。凭借合作领域的扩大和产品链的延伸，公司产品的附加值相应也得到了稳步提升。

4.4 公司财务分析

表 16. 公司盈利能力及成长性指标

指标名称	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	26,068	28,854	39,307	49,281	51,103
YOY	-	10.7%	36.2%	25.4%	3.7%
归属母公司股东净利润	4,377	4,115	4,328	5,724	5,832
YOY	-	-6.0%	5.2%	32.2%	1.9%
毛利率	33.4%	30.6%	26.5%	27.6%	28.8%
销售费用率	2.6%	1.5%	1.6%	2.1%	2.6%
管理费用率	4.8%	6.4%	8.9%	8.9%	11.9%
财务费用率	1.4%	2.7%	3.7%	1.9%	0.4%
所得税率	23.3%	29.0%	9.1%	18.3%	17.2%
净利率	16.8%	14.3%	11.0%	11.6%	11.4%
净资产收益率	43.7%	28.8%	23.3%	6.6%	6.6%

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

表 17. 公司运营和偿债能力指标

指标名称	2006	2007	2008	2009	2010
总资产周转率	0.93	0.82	0.89	0.57	0.41
固定资产周转率	2.48	2.53	2.84	3.15	2.99
流动资产周转率	1.56	1.39	1.53	0.78	0.6
应收账款周转率	9.66	6.65	7.09	7.46	5.85
存货周转率	3.8	2.72	2.76	2.94	2.31
资产负债率	63.7%	66.1%	59.7%	31.7%	28.6%
流动比率	0.95	0.9	1.06	2.75	2.01
速动比率	0.69	0.53	0.63	2.37	1.5

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

第 5 部分 盈利预测和公司估值

5.1 盈利预测

作为国内氟精细化学品行业的龙头企业之一，其行业内竞争优势明显，加上持续的新产品推出以及产能瓶颈的突破，使得永太科技进入了高速成长期。我们预计 2011-2013 年，公司营业收入增长率分别为 74.2%、65.2%和 42.5%，产品综合毛利率分别为 33.5%、36.8%和 38.3%，归属母公司股东净利润增长率为 166.3%、82.9%和 45.4%，按最新股本测算，预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.65 元、1.18 元和 1.72 元，持续保持快速增长。

盈利预测主要基于如下假设：

- 1、公司原有产能通过技术改造和产品附加值的提升，将继续保持稳定增长；
- 2、新厂区的建设进展顺利，其 3#和 4#标准车间于今年下半年度能够实现顺利投产；
- 3、TFT 液晶单晶以及西他列汀中间体项目试运行顺利，并于两年内顺利达产；
- 4、未来两年公司新厂区仍有新产品陆续投产；
- 5、国际油价未出现剧烈波动，确保公司产品毛利率的稳定。

表 18. 公司老厂原有项目营收预测情况表

	2010	2011E	2012E	2013E
液晶化学品：				
销售收入（万元）	12,528	13,092	13,747	14,434
YOY	1.4%	4.5%	5.0%	5.0%
销售成本（万元）	6,996	7,462	7,629	7,939
毛利率	44.2%	43.0%	44.5%	45.0%
医药化学品：				
销售收入（万元）	30,076	31,880	34,431	37,874
YOY	6.5%	6.0%	8.0%	10.0%
销售成本（万元）	22,823	23,910	25,479	27,269
毛利率	24.1%	25.0%	26.0%	28.0%
农药化学品：				
销售收入（万元）	7,413	8,006	8,806	9,863
YOY	7.9%	8.0%	10.0%	12.0%
销售成本（万元）	5,616	6,084	6,517	7,200
毛利率	24.2%	24.0%	26.0%	27.0%
其他：				
销售收入（万元）	1,087	1,065	1,086	1,141
YOY	-40.7%	-2.0%	2.0%	5.0%
销售成本（万元）	963	958	956	1,004
毛利率	11.4%	10.0%	12.0%	12.0%

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 19. 公司新厂区项目营收预测情况表

	2010	2011E	2012E	2013E
TFT 液晶单晶:				
销售收入 (万元)		19,500	42,000	60,000
销售成本 (万元)		10,140	21,000	28,800
毛利率		48.0%	50.0%	52.0%
西他列汀中间体:				
销售收入 (万元)		3,500	9,000	11,200
销售成本 (万元)		2,275	5,580	6,832
毛利率		35.0%	38.0%	39.0%
其他:				
销售收入 (万元)		12,000	38,000	75,000
销售成本 (万元)		8,400	25,840	50,250
毛利率		30.0%	32.0%	33.0%

数据来源: 国元证券研究中心

表 20. 公司营收预测汇总表

	2010	2011E	2012E	2013E
老厂合计:				
销售收入 (万元)	51,103	54,043	58,070	63,311
YOY	3.7%	5.8%	7.5%	9.0%
销售成本 (万元)	36,399	38,416	40,581	43,412
毛利率	28.8%	28.9%	30.1%	31.4%
新厂区合计:				
销售收入 (万元)		35,000	89,000	146,200
YOY		-	154.3%	64.3%
销售成本 (万元)		20,815	52,420	85,882
毛利率		40.5%	41.1%	41.3%
总计:				
销售收入 (万元)	51,103	89,043	147,070	209,511
YOY	3.7%	74.2%	65.2%	42.5%
销售成本 (万元)	36,399	59,231	93,001	129,294
毛利率	28.8%	33.5%	36.8%	38.3%

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

5.2 相对估值及投资评级

永太科技的主营业务主要包括液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品四大类, 属于氟精细化学品领域, 那么我们选取和公司业务类似的精细化工中间体业务的联化科技、九九久、天马精化和建新股份作为公司相对估值的参考。

表 21. 相对估值情况表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元/股)			PE			PB	PEG1	
		2011-05-11	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	最新	2010	2011
002250	联化科技	29.52	0.77	1.11	1.53	38.5	26.6	19.3	5.0	0.87	0.70
002411	九九久	13.82	0.17	0.25	0.39	81.9	55.3	35.0	4.4	1.70	0.96
002453	天马精化	32.86	0.48	0.97	1.59	68.7	34.0	20.7	5.5	0.67	0.53
300107	建新股份	18.71	0.39	0.61	1.03	47.9	30.4	18.1	3.2	0.83	0.45
算术平均						59.2	36.6	23.3	4.5	1.02	0.66
002326	永太科技	23.67	0.24	0.65	1.18	97.5	36.6	20.0	3.5	0.59	0.44

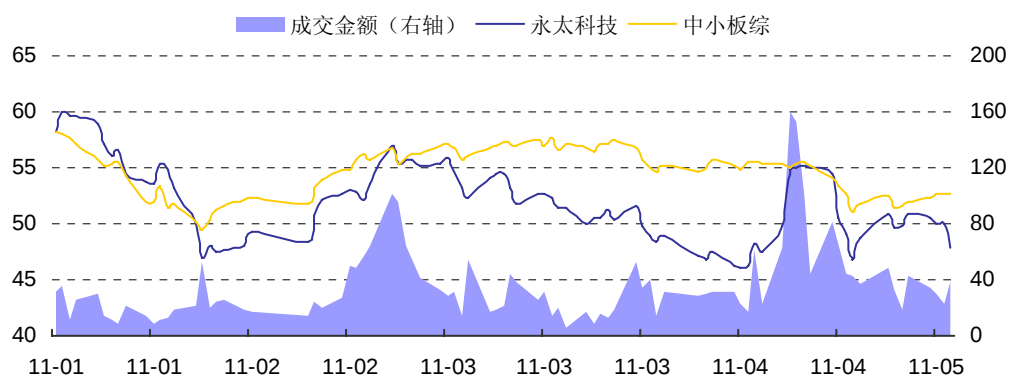
数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

注: 上述公司业绩预测除永太科技外, 均采用 wind 一致预期; PEG1: 预测市盈率 / 未来 1 年归属母公司净利润增长率*100

结合上述公司具备的高成长性特征, 采用 PE 和 PEG 两种估值标准对上述公司进行比较。通过比较发现, 公司的短期的 PE 估值和行业整体水平相当, 但随着公司未来新产品的不断投产, 公司已进入高速成长期, 其长期价值有所低估。

可比的精细化工中间体行业的上市公司 2011 年的整体 PE 估值在 37X 左右, 2012 年的 PE 估值在 23X 左右; 另外, 由于前期公司股价跟随中小板指数出现大幅回调, 系统性风险充分释放。目前股价仅为 23.67 元, 对应 2011 和 2012 年的 PE 水平分别为 37 和 20 倍。考虑到公司已经进入其高速成长期, 且好于行业平均水平的盈利能力, 具备长期投资价值。

图 31. 前期公司股价跟随中小板指数出现大幅回调, 系统性风险充分释放



数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

综合上述分析, 我们认为公司可以享有高于行业平均水平的溢价, 合理的 PE 估值水平应为 2011 年 40 倍和 2012 年 25 倍, 对应目标价为 26.00~29.50 元/股, 对应其 2011 年的 PEG 值为 0.5 左右, 仍低于行业平均水平, 具有较高安全边际。因此, 我们对公司进行首次覆盖, 并给予“推荐”的投资评级。

5.3 风险提示

- 1、公司新产品投产时间或者市场推广低于预期的风险;
- 2、国际原油价格出现大幅波动, 造成公司原材料成本大幅波动, 最终影响公司毛利率的风险;
- 3、人民币升值带来汇兑损失的风险

表 22. 利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	511	890	1,471	2,095
营业成本	364	592	930	1,293
营业税金及附加	2	4	7	10
营业费用	14	18	32	50
管理费用	61	89	147	210
财务费用	2	5	20	46
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66	180	331	483
营业外收入	6	9	11	13
营业外支出	2	3	4	4
利润总额	70	186	338	492
所得税	12	31	54	79
净利润	58	155	284	413
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	155	284	413
EBITDA	104	201	385	585
EPS (元)	0.44	0.65	1.18	1.72

数据来源:公司公告、国元证券研究中心

表 23. 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-3	150	170	340
净利润	58	155	284	413
折旧摊销	35	17	34	56
财务费用	2	5	20	46
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-105	-27	-172	-176
其它	6	0	4	0
投资活动现金流	-282	-186	-420	-487
资本支出	231	178	416	475
长期投资	-52	10	2	10
其他	-103	3	-2	-2
筹资活动现金流	-57	97	613	491
短期借款	58	87	655	544
长期借款	-35	15	10	50
普通股增加	0	107	0	0
资本公积增加	0	-107	0	0
其他	-80	-5	-51	-103
现金净增加额	-343	61	364	343

数据来源:公司公告、国元证券研究中心

表 24. 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	712	931	1,603	2,276
现金	384	445	809	1,152
应收账款	94	152	256	366
其它应收款	4	7	10	15
预付账款	25	41	64	89
存货	181	259	416	584
其他	26	27	48	69
非流动资产	523	696	1,082	1,514
长期投资	52	62	64	75
固定资产	183	442	827	1,241
无形资产	30	31	32	34
其他	259	161	158	164
资产总计	1,236	1,627	2,685	3,789
流动负债	354	575	1,370	2,068
短期借款	213	299	954	1,498
应付账款	83	127	205	284
其他	58	149	211	286
非流动负债	0	15	25	75
长期借款	0	15	25	75
其他	0	0	0	0
负债合计	354	590	1,395	2,143
少数股东权益	0	0	0	0
股本	134	240	240	240
资本公积	596	489	489	489
留存收益	152	307	560	916
归属母公司股东权益	882	1,037	1,290	1,646
负债和股东权益	1,236	1,627	2,685	3,789

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn