

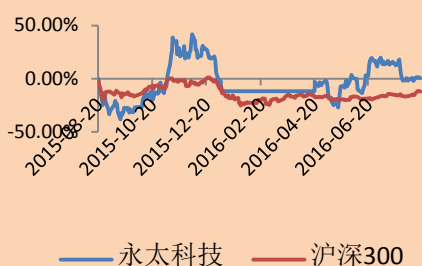


永太科技 (002326)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-08-22

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	798.61
A股股本(百万股)	531.71
B/H股股本(百万股)	0
总市值(亿元)	144.15
A股流通比例(%)	66.58%
第一大股东	王莺妹
第一大股东持股比例	23.84%
12个月最高/最低(元)	26.12/11.04

研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161837

联系人: 李超齐

0551-65161591

内生增长和外延扩张共促发展

主要观点:

□ 五氟苯酚需求持续强劲, 业绩贡献预期高

索非布韦在发展中国家需求潜力巨大, 哈维尼在欧美发达国家上市前景看好, 两种治疗丙肝的药品都需要五氟苯酚做为其中间体, 预计 2016-2019 年共需要 1134 吨五氟苯酚, 需求潜力巨大。目前公司与吉利德已建立了稳定的合作关系, 并已通过吉利德现场审计。现在公司五氟苯酚系列产品已占到吉利德公司 70%-80% 的采购量, 是其主要客户。另外经 Gilead 授权的 7 家印度仿制药公司也将采购公司生产的五氟苯酚系列产品。随着公司产能的逐步释放, 每年至少可销售 120 吨五氟苯酚, 贡献毛利约 9600 万元, 为公司业绩稳定增长奠定基础。

□ 收购手心加速医药垂直一体化发展

公司不断强化内生发展动力, 也通过外延式发展收购浙江手心、佛山手心优质标的, 形成医药中间体、原料药、制剂三维一体发展新格局, 利用手心的品牌、技术等优势, 实现医药产业的快速扩张。浙江手心依靠自身产品优势, 在全球 20 多个国家和地区销售, 每年可贡献净利润约 4000 万元。佛山手心在完成整改后走向正轨, 业绩大幅提升, 预计每年可贡献净利润约 2000 万元。同时公司收购上海科瓴医疗科技有限公司 19% 的股权, 进军医疗服务领域, 向优势产业链纵向延伸。

□ CF 光刻胶获认证, 有望实现进口替代

公司现已建成年产 150 吨 CF 光刻胶中试线, 并向多家平板显示厂商提供样品测试。目前公司已经成为华星光电的合格供应商, 一举打破国外多年垄断地位, 树立行业新标杆, 为公司远期发展奠定基础。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 20.66 亿元、26.86 亿元、33.58 亿元, 归母净利润为 3.5 亿元、4.16 亿元、5.17 亿元, EPS 为 0.41 元、0.49 元、0.61 元, 当前股价对应 PE 分别为 44X、37X、30X。考虑到公司医药板块的前景以及电子化学品的未来发展趋势, 给予“增持”。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1542	2066	2686	3358
收入同比 (%)	45%	34%	30%	25%
归属母公司净利润	144	350	416	517
净利润同比 (%)	73%	143%	19%	24%
毛利率 (%)	23.8%	35.0%	34.0%	33.0%
ROE (%)	7.5%	16.0%	16.8%	18.2%
每股收益	0.18	0.41	0.49	0.61
P/E	99.92	44.05	37.07	29.82
P/B	7.70	6.86	5.94	5.17
EV/EBITDA	58	32	27	23

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 氟精细化工行业领跑者、主营迈入高速发展期	4
1.1 氟精细化工行业领跑者	4
1.2 主营迈入高速发展期	5
2. 内涵和外延共推医药快速发展	8
2.1 医药基础好，实力雄厚	8
2.2 索非布韦和哈维尼齐放量，五氟苯酚需求大增	9
2.2.1 发展中国家市场需求强劲，索非布韦放量可期	9
2.2.2 哈维尼上市，五氟苯酚需求持续增加	11
2.2.3 国内药企加紧布局索非布韦	12
2.3 收购手心，医药垂直一体化发展提速	12
2.3.1 收购手心，完成医药垂直一体化拼图	12
2.3.2 浙江手心医药产品优势明显	13
2.3.3 佛山手心“凤凰涅槃，重造新生”	14
2.3.4 未来三年净利12亿，股东承诺彰显发展信心	15
3. 电子化学品成为公司利润新增长点	16
3.1 CF 光刻胶获认证，将实现进口替代	16
3.2 布局六氟磷酸锂，切入新能源市场	18
4. 积极外延并购，寻找新的突破点	19
4.1 投资上海科瓴，进入医疗下游	19
4.2 收购美赛达 20% 股权，进入车载物联网	20
4.3 设立产业并购、股权投资基金	20
附录：财务报表预测	21

图表目录

图表 1 公司的股权结构	4
图表 2 公司部分产品	5
图表 3 公司合作伙伴	5
图表 4 公司上市以来主营业务收入及增速	6
图表 5 公司上市以来净利润及增速	6
图表 6 公司上市以来归母净利润及增速	6
图表 7 公司主营业务收入占比	7
图表 8 公司上市以来产品毛利润	7
图表 9 公司上市以来销售毛利率和净利率	8
图表 10 公司上市以来科研经费投入及增速	8
图表 11 公司现有的部分医药类产品	9
图表 12 公司获得的专利	9
图表 13 索菲布韦治疗方案与其它治疗方案比较	10
图表 14 全球不同地区丙肝发病率及感染人数	10
图表 15 印度 7 家仿制药公司可销售地区分布	10
图表 16 发展中国家索非布韦市场空间预测	11
图表 17 欧美发达国家哈维尼市场空间预测	11
图表 18 国内申请索非布韦情况	12
图表 19 浙江手心主要产品市占率	13
图表 20 行业竞争格局	14
图表 21 佛山手心主要产品的竞争对手	15
图表 22 佛山手心生产能力	15
图表 23 CF 竞争格局	16
图表 24 液晶面板产业链	16
图表 25 液晶面板结构示意图	17
图表 26 2014-2015 年前六大电视面板厂出货表现（百万台）	17
图表 27 2015-2019（F）OLED 面板对全球智能手机市场的渗透率	18
图表 28 2015-2019 年全球中小尺寸 AMOLED 面板产能占比	18
图表 29 2011-2015 我国新能源汽车销售量及增速	19

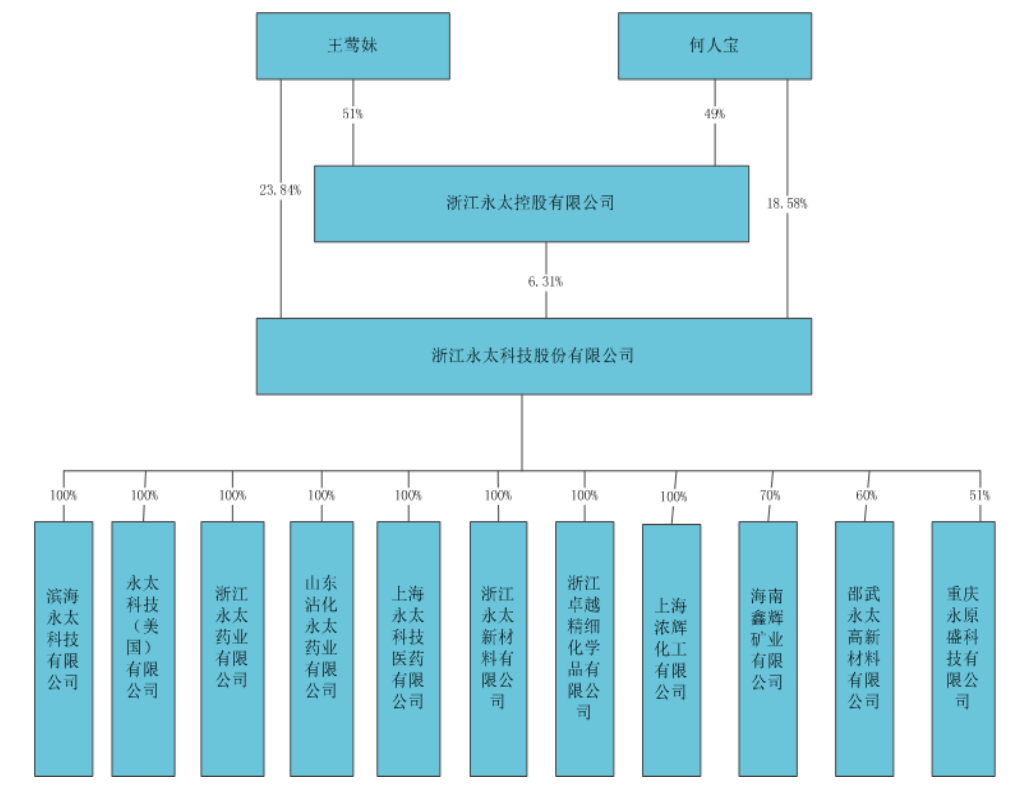
1 氟精细化工行业领跑者、主营迈入高速发展期

1.1 氟精细化工行业领跑者

浙江永太科技股份有限公司（以下简称“永太科技”），前身为临海市永太化工有限公司，成立于1999年10月，主要从事氟精细化学品的研发、生产和销售。于2009年12月在深交所上市。主要股东王莺妹、何人宝共持有公司42.42%的股权，并通过浙江永太控股有限公司持有6.31%的股权，二人是公司的实际控制人。

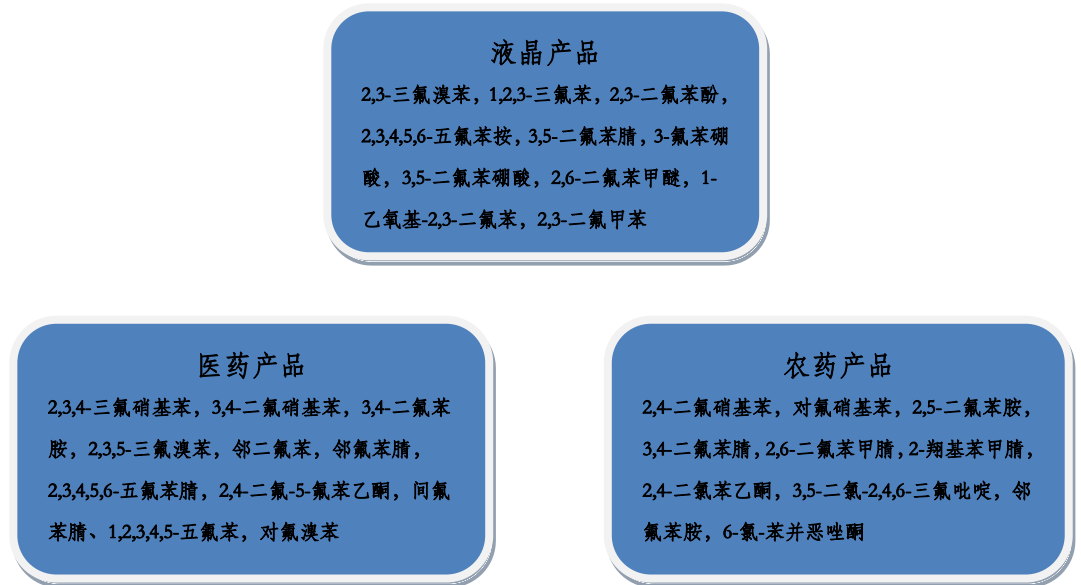
公司现已发展为全球产品链最完善、产能规模最大的氟苯精细化学品制造商，共计生产四大系列80多种氟苯化合物。公司服务于国内外液晶、医药和农药等行业，产品远销美国、欧洲、日本和印度等国际市场，和国际知名的住友、吉利德、巴斯夫等化学公司开展合作。

图表 1 公司的股权结构



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2 公司部分产品



资料来源: 公司官网整理

图表 3 公司合作伙伴



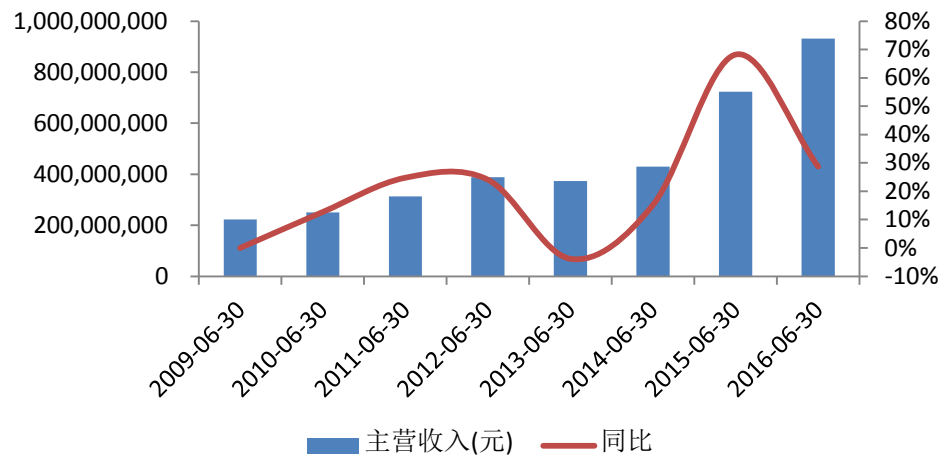
资料来源: 公司官网整理

1.2 主营迈入高速发展期

公司上市以来至 2015 年末, 主营业务收入、净利润、归母净利润复合增长率分别为 20.94%、16.53%、16.66%, 呈现快速增长趋势。2016 年中期公司实现营业收入 9.31 亿元, 同比增长 28.7%。实现净利润 1.1 亿元, 同比增长 0.09%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 0.2%。

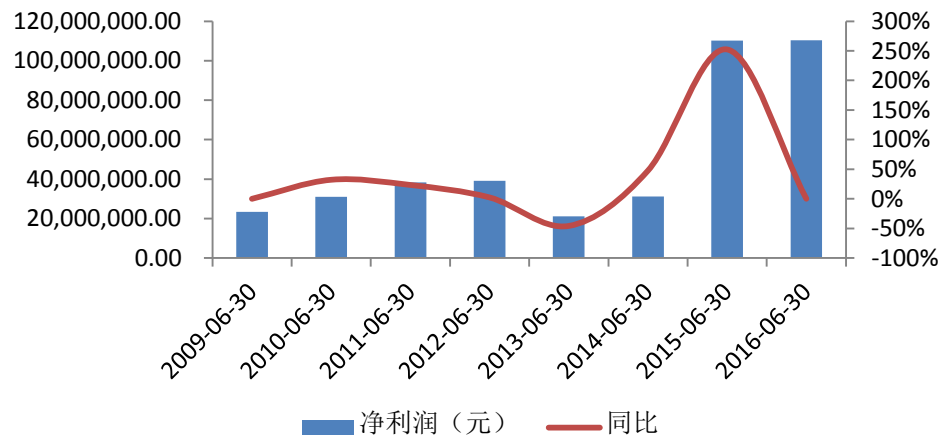
上市以来, 公司仅有 2013 年业绩出现下滑, 主要受产业链需求低迷、人民币汇率持续升值和环保要求不断提高等因素综合影响。但公司积极面对, 主动转变, 从 2014 年开始, 公司的业绩逐渐向好, 呈现高速发展态势。

图表 4 公司上市以来主营业务收入及增速



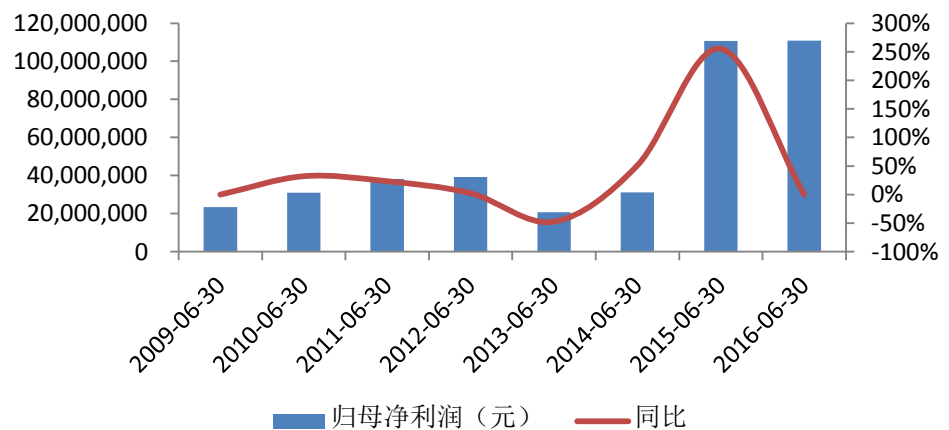
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 5 公司上市以来净利润及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

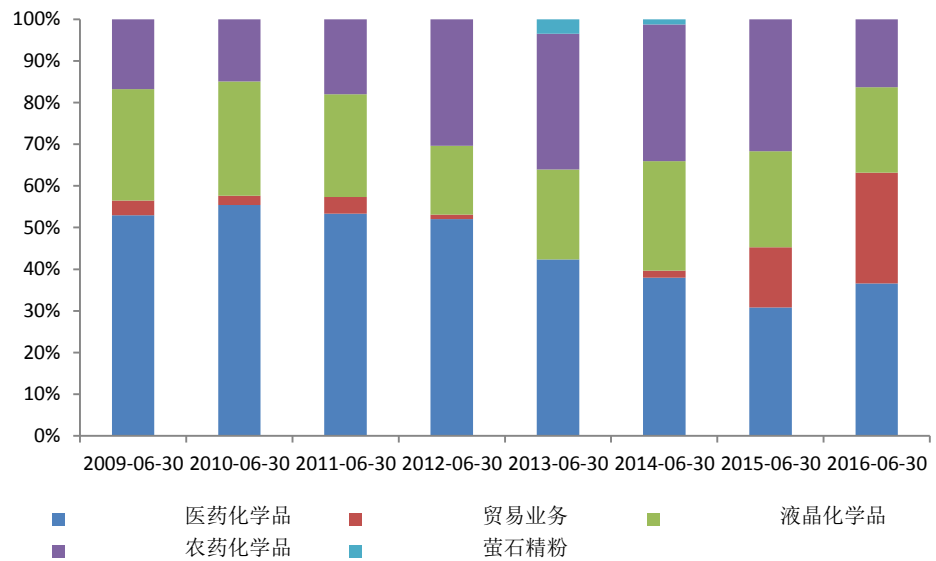
图表 6 公司上市以来归母净利润及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

医药、液晶、农药是公司收入结构中最稳定的三大核心主业，近两年贸易业务营收占比提升显著，贸易与三大主业协同发展，与公司业绩的高增速相得益彰。

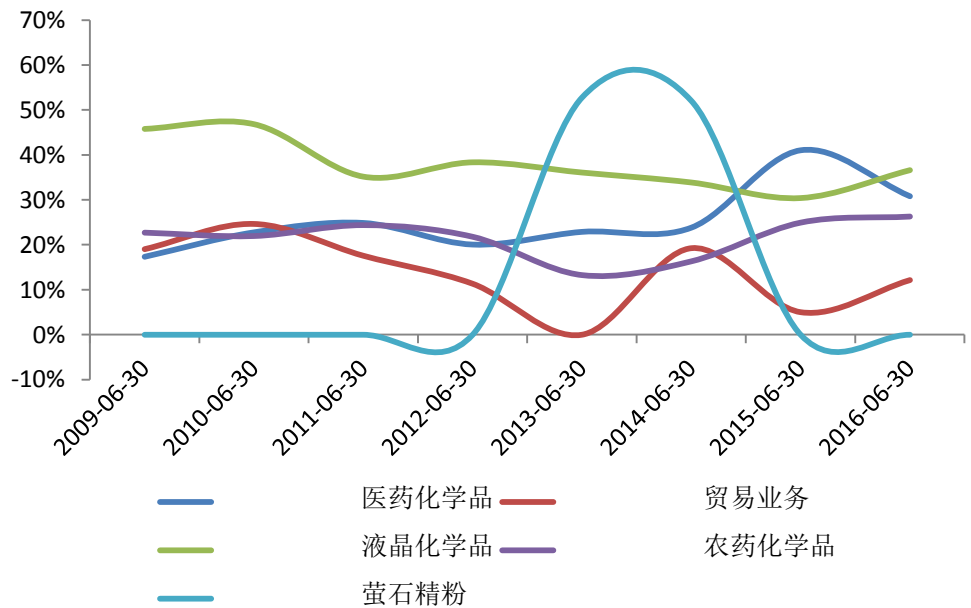
图表 7 公司主营业务收入占比



资料来源：wind、华安证券研究所

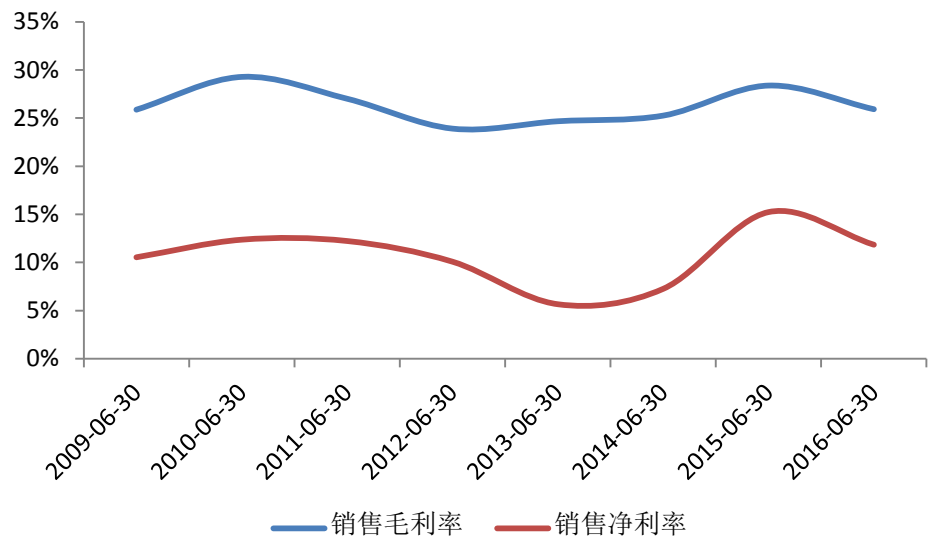
公司的三大核心业务中，医药化学品业务收入略有波动，液晶化学品业务稳中有升，农药业务稳定低速增长。公司长期综合销售毛利率在 22% 以上、销售净利率在 9% 左右，在化工行业中指标表现靠前。特别是近年来，三大核心业务毛利率改善趋势显著，配合公司研发投入、业务转型变革判断，未来公司的综合毛利率改善趋势有望延续。

图表 8 公司上市以来产品毛利润



资料来源：wind、华安证券研究所

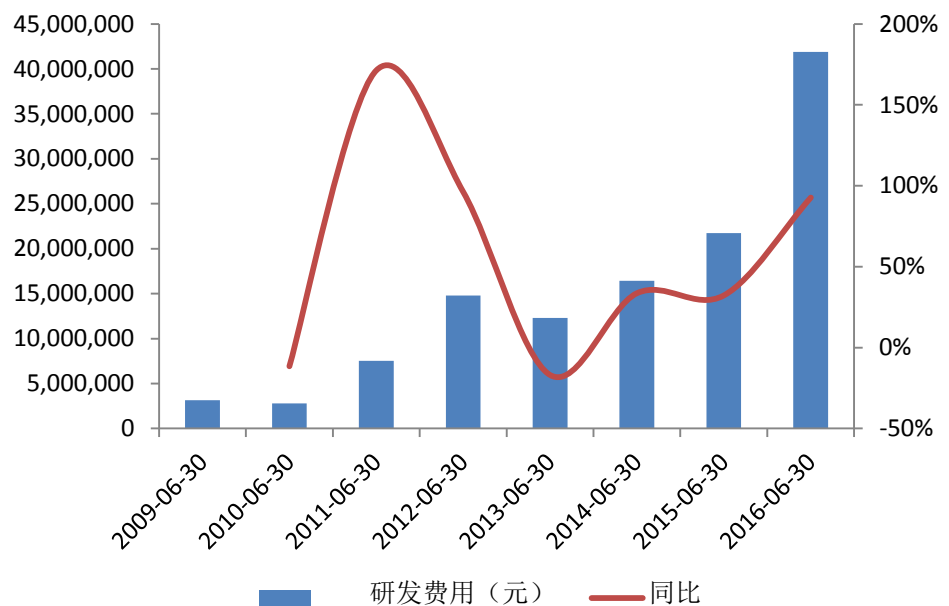
图表 9 公司上市以来销售毛利率和净利率



资料来源：wind、华安证券研究所

公司重视技术创新，研发投入增速显著，有利于提高产品创新能力，增加市场占有率，上市以来，公司研发投入复合增速达 18.04%。近年来更是呈现快速增长趋势，2016 年上半年研发投入 41,870,233 元，同比增速达 92.72%，创近年来新高。同时公司也和高校开展科研合作，积极利用外部资源实现优势互补。

图表 10 公司上市以来科研经费投入及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

2. 内涵和外延共推医药快速发展

2.1 医药基础好，实力雄厚

公司成立至今，医药产品在公司发展过程中起着重要作用，特别是含氟医药中间体市场占有率高，产品涵盖了心脑血管、糖尿病、精神病等疾病。公司已取得多项发明专利，奠定了公司在氟化工精细领域的地位。公司“永太药业制剂国际化发展能力建设项目”正在有序推进，ANDA、DMF 申报均有所进展，GMP 体系建设初步完善，并尽快启动了 FDA 及 GMP 的申报认证工作。公司医药板块发展方向清晰，前景值得期待。

图表 11 公司现有的部分医药类产品

治疗方案	中间体产品
心脑血管	对氟苯酚、邻二氟苯、4,5-二甲基-1, 3-二氧杂环戊烯-2-酮等
糖尿病	磷酸西他列丁侧链、5,6,7,8-四氢-3-三氟甲基-1,2, 4-三唑并吡嗪盐酸盐等
精神病	对氟溴苯、6-氯吡啶酮等
抗感染	2,4-二氟-5-氟苯乙酮、2,4,5-三氟苯甲酸、2,3,4,5,6-五氟苯甲酸、2,3,4-三氟硝基苯、2,3,4-三氟苯胺
抗病毒	23456-五氟苯酚、2-氟-3-氯苯甲酸等
非甾体抗炎	2-氯-1,3-双(二甲基氨基)三亚甲六氟磷盐酸等

资料来源：公开资料整理

图表 12 公司获得的专利

序号	专利名称	专利类别	专利号	申请时间
1	一种生产五氟苯酚的方法	发明专利	200510050211.7	2005.04.11
2	一种 3,4,5-三氟苯酚的生产工艺	发明专利	200510049766.X	2005.05.09
3	一种五氟苯硼酸的制备方法	发明专利	ZL200810061287.3	2008.03.02
4	一种五氟苯酚的制备方法	发明专利	ZL201210173668.7	2012.05.28

资料来源：公开资料整理

2.2 索非布韦和哈维尼齐放量，五氟苯酚需求大增

2.2.1 发展中国家市场需求强劲，索非布韦放量可期

索非布韦（商品名：Sovald、通用名：Sofosbuvir）是一种治疗合成丙型肝炎的新药。它是美国吉利德科学公司新研发的抗丙肝专利药物，该产品于 2013 年 12 月得到美国食品药品监督管理局（FDA）的批准，于 2014 年 1 月获得欧盟批准，是首个获批可用于丙型肝炎全口服治疗方案的药物。吉利德公司的生产路线显示 Sofosbuvir 主要是由 L-丙氨酸异丙酯衍生物中间体 2、甲基尿苷衍生物中间体 1 拼接而成。其中五氟苯酚是中间体 L-丙氨酸异丙酯衍生物中间体 2 的合成最佳原料。

2014 年 12 月，永太科技启动建设年产 160 吨索非布韦关键中间体项目，该计划生产的中间体为五氟苯酚系列，目前项目进展顺利。永太科技在氟精细化工行业积累了丰富的经验，在公司生产的主要产品中，五氟苯甲酸及五氟溴苯都可以经过相关设备及产品流程延伸即可大量进行五氟苯酚的生产。设备改造难度小，生产工艺链简捷，市场契合度高。

目前，索非布韦被视为治疗丙肝的突破性药物，其治愈率超过 90%。索非布

韦治疗效果和费用与其他药品、治疗方法相比具有较大优势，获得了较高的市场认可度，2014 年上市第一年的销售额达到 127 亿美元，但全球只有 15 万人次通过索非布韦进行治疗。据 WHO 预测，全球丙肝估计感染人数约为 1.85 亿人，对索非布韦的需求量巨大。

图表 13 索非布韦治疗方案与其它治疗方案比较

治疗方案	生产厂商	常规治疗 (周)	持续病毒学应答 率	治疗费用 (万美 元/疗程)
PEG-IFNa/利巴韦林	罗氏	48	40-50%	3
Incivek/PEG-IFNa/利巴韦林	Vertex	24-48	75-80%	8.6-10.6
Victrelis/PEG-IFNa/利巴韦林	默克	24-48	70-75%	6.5-9.6
Sovaldi/PEG-IFNa/利巴韦林	吉利德	12	90%	8.4
Olysio/PEG-IFNa/利巴韦林	强生	24-48	80%	6.6-10.6
Sovaldi	吉利德	12	95%	8.5
Harvoni	吉利德	8-12	94-99%	6.3-9.45
Sovaldi/Olysio	吉利德/强生	12	93%	15

资料来源：永太科技关于年产 160 吨索非布韦关键中间体建设项目的可行性报告

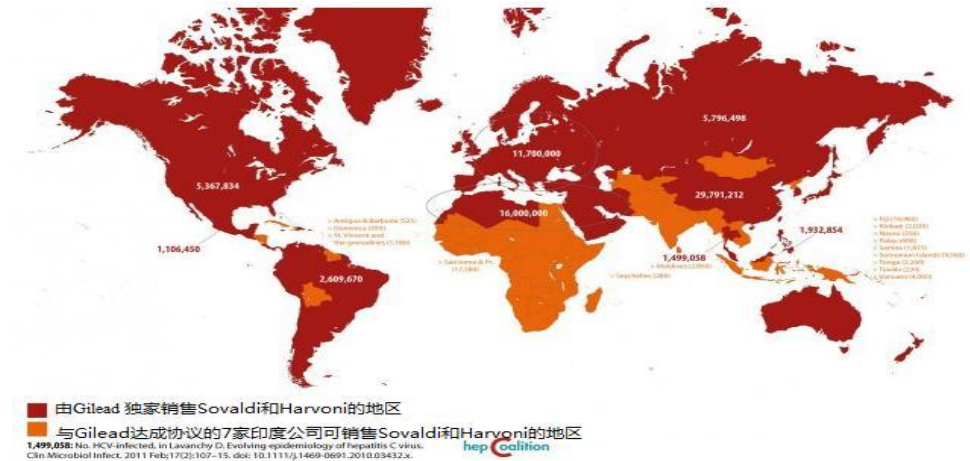
图表 14 全球不同地区丙肝发病率及感染人数

国家或地区	发病率	估计感染人数 (百万)
中国	3.7%	45
美国	1.3%	2-4
欧洲	0.5%-2.4%	5-10
印度	3.4%	12
拉丁美洲	1.6%-2%	>4.4

资料来源：WHO 丙肝预防与治疗指南。

2014 年 9 月，吉利德与 7 家印度仿制药商达成协议，授权它们生产丙肝明星药物 Sovaldi 的仿制药及另一种实验性药物，销往 91 个发展中国家。协议所覆盖的国家中，丙肝患者总数超过 1 亿例。同时吉利德将允许印度仿制药商在协议包含的国家和地区以 10 美元/片的价格销售 Sovaldi，这将使治疗丙肝一个疗程的费用从 8.4 万美元大幅降低至 840 美元，绝大多数丙肝患者将有能力接受索非布韦的治疗，从而对索非布韦需求量猛增。

图表 15 印度 7 家仿制药公司可销售地区分布



资料来源: hepcoalition.org

预计未来 4 年印度等发展中国家市场约需要 1054 吨索非布韦,也就需要 1054 吨五氟苯酚医药中间体,市场空间巨大。

公司与吉利德公司已经建立了稳定的合作关系,且已通过吉利德公司现场审计。预计未来公司在五氟苯酚系列产品上将占到吉利德公司 70%-80% 的采购量。另外经 Gilead 授权的 7 家印度仿制药公司也将采购公司生产的五氟苯酚系列产品。

图表 16 发展中国家索非布韦市场空间预测

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
治疗人数 (万人)		300	500	700	900	1000
一个疗程金额 (美元)		840	840	840	840	840
市场规模 (亿美元)		25.2	42	58.8	75.6	84
索非布韦需求量 (吨)		102	170	238	306	340
五氟苯酚需求量 (吨)		102	170	238	306	340

资料来源: 公开资料整理 (注: 一个疗程需要 34 克索非布韦药)

2.2.2 哈维尼上市, 五氟苯酚需求持续增加

HARVONI (哈维尼) 是吉利德公司推出的第二代治疗丙肝的药物, 是一种两药固定剂量复方产品, 在单一片中含 90 mg ledipasvir 和 400 mg sofosbuvir, 于 2014 年 10 月 10 日获得美国 FDA 批准。2015 年吉利德公司哈维尼和索非布韦分别实现销售收入 138.64 亿美元、52.76 亿美元, 哈维尼销售收入远超索非布韦一代。目前, 哈维尼主要是在欧美国家上市。印度仿制药销售地区受限制。欧美国家未来四年约需 79.8 吨索非布韦, 为公司五氟苯酚提供了一个持续、稳定的市场空间。

图表 17 欧美发达国家哈维尼市场空间预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
治疗人数 (万人)		12	25	50	80	130
一个疗程金额 (美元)		80000	50000	40000	30000	20000
市场规模 (亿美元)		96	125	200	240	260

索非布韦需求量 (吨)	3.36	7	14	22.4	36.4
五氟苯酚需求量 (吨)	3.36	7	14	22.4	36.4

资料来源：公开资料整理（注：一个疗程需要 28 克索非布韦）

2.2.3 国内药企加紧布局索非布韦

索非布韦在美国已获得了 4 篇化合物专利授权, 专利有效期至到期日分别为 2029 年 3 月 26 日（注：美国专利号：7964580 和 8334270）、2025 年 4 月 3 日（美国专利号：7429572 和 8415322）。而在中国，索非布韦暂获得一项专利，并将直至 2024 年 4 月 21 日到期（注：CN200480019148.4）。国内以石药、科伦为代表的制药企业开始前期研制以及临床试验，但是必须要解决索非布韦的专利问题，仿制药才能上市。可以预见，专利期满后, 中国制药企业必然会生产仿制药, 到时对五氟苯酚将会产生持续性的需求。据测算，中国现有约 4500 万丙肝病毒携带者，约需要 840 吨五氟苯酚。

图表 18 国内申请索非布韦情况

药品名称	企业名称	状态	状态开始时间
索非布韦片	福建海西新药创制有限公司	已发批件	2016.05.19
索非布韦	四川科伦药物研究院有限公司	已发批件	2016.03.25
索非布韦片	北京万生药业有限公司	已发批件	2016.04.18
索非布韦	吉林四环制药有限公司	已发批件	2016.07.25
索非布韦	石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司	已发批件	2016.03.25
索非布韦	连云港润众制药有限公司	已发批件	2016.05.19
索非布韦片	正大天晴药业集团股份有限公司	已发批件	2016.05.19
索非布韦片	福建广生堂药业股份有限公司	已发批件	2016.05.31

资料来源：智药网资料整理

从短期看，吉利德公司推出的治疗丙肝的第一代和第二代药品都需要五氟苯酚做为其医药中间体，为公司业绩提升奠定了稳定的市场空间。吉利德已同意印度厂商生产仿制药，印度等发展中国家市场将是五氟苯酚需求的增长极。初步估算 2016-2019 印度等发展中国家至少需要 1000 吨五氟苯酚。2015 年公司五氟苯酚销量约 110 吨，每吨毛利约 80 万元，可贡献毛利 8000 万元。预测，随着公司产能的逐步释放，五氟苯酚每年至少可贡献毛利 9000 万元。

从长期看，中国药企待索非布韦专利期满后，才能生产仿制药，国内有 4500 万病毒携带者，约需要 840 吨五氟苯酚。国内能生产五氟苯酚中间体的企业屈指可数，有利于公司产品销售的多元化，避免过度依赖国外市场。

2.3 收购手心，医药垂直一体化发展提速

2.3.1 收购手心，完成医药垂直一体化拼图

公司的传统优势在于原料和成、中间体等环节，特别是含氟医药中间体市场占有率高，产品涵盖了心脑血管、糖尿病、精神病等常见病。但在医药行业下游

原料药和制剂环节竞争力较为薄弱，制约了公司业务快速成长的空间。永太科技于 2016 年 4 月先后完成浙江手心 100% 股权收购、佛山手心 90% 股权收购。实现了医药中间体、制剂、原料药三维一体的发展新格局，公司向优势产业链纵向发展，利于医药产业做大做强。

2.3.2 浙江手心医药产品优势明显

浙江手心成立于 2001 年 7 月，历经十余年的发展，形成了以医药中间体和原料药为核心的产品格局，医药产品依托度酸、加巴喷丁、甲基多巴、卡比多巴，先后获得获得欧盟 CEP 证书，开始打开欧洲原料药市场。其中卡比多巴和加巴喷丁也获得美国 FDA 证书，产品的认可度和竞争力进一步提高，为打开美国市场奠定基础。产品销售范围覆盖全球 20 多个国家和地区。

浙江手心 2015 年实现营业收入 207,061,902 元，同比增长 39.67%，主要原因是公司产品获得 FDA 认证，市场空间进一步扩大，产品销量增幅明显；实现净利润 36,181,930 元，同比增长 352.93%，主要原因是产品销售量大幅上升，产品成本因规模效应有一定降幅。2016 年上半年实现营收 115,014,608 元，占 2015 年实现营收比重为 55.55%，预计 2016 年全年可实现营收 2.3 亿元。

浙江手心主打产品有四种，主要用于慢性病细分治疗领域，市场空间广阔。短期内甲基多巴仍将是拉动浙江手心营收快速增长的引擎，而卡比多巴和加巴喷丁获得 FDA 认证后目前正处于快速放量增长期。目前卡比多巴、依托度酸市占率不高，但前景看好，属于储备后劲品种。

图表 19 浙江手心主要产品市占率

序号	产品名称	2015 年销售量 (吨)	2015 年估计全球销售量 (吨)	占比
1	甲基多巴	229.50	500	45.90%
2	加巴喷丁	407.45	3000	13.58%
3	卡比多巴	21.94	200	10.97%
4	依托度酸	14.57	300	4.86%

资料来源：永太科技发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书

甲基多巴是治疗慢性病高血压的药物，据统计全球现有 10 亿高血压患者，中国约有 1.6 亿患者，到 2025 年预计全球患者人数将会增加 5 亿，为高血压药品提供了巨大市场空间。2015 年，公司生产的甲基多巴市占率为 45.9%，占据全球市场一半份额，实现营收 8052.32 万元，同比增长 49.4%。

加巴喷丁是治疗癫痫的药物，据测算全球约有 5000 多万患者，中国有 900 多万患者。2015 年公司生产的加巴喷丁市占率为 13.58%，实现营收 8473.34 万元，同比增长 109.36%，主要原因是产品销量增加，价格有一定涨幅。

卡比多巴是治疗帕金森病的药物，目前全球有 400 多万患者，中国有 200 万患者，占全球的 50%。2015 年公司生产的卡比多巴市占率为 10.97%，实现营收 3199.05 万元，同比增长 115.21%，主要原因拓宽销售渠道，新增 ALPHAPHARM PTY LIMITED 等主要客户，新增客户单位销售价格较高。

依托度酸是治疗类风湿关节炎的药品，据统计现在全球有 2000 多万患者，中国有 500 多万患者，伴随中国人口老龄化的进程，患者人数将会增加。2015 年公

司生产的依托度酸市占率为 4.86%，实现营收 739.46 万元。

浙江手心将加大对现有其他产品以及新产品的研发和推广力度，目前手心普瑞巴林原料药已进入试生产阶段，该产品未来销售量及销售额有望大幅增加。

浙江手心的产品市场也面临着国内外竞争对手的激烈竞争。浙江手心面临的竞争对手可以划分为两类。一类是以默克集团为代表的国际跨国公司，实力雄厚。二类是国内同行中规模较大，拥有技术优势的企业，如江苏恩华、江西同和等。

浙江手心在原料药领域耕耘十多年，有技术、人才积累，“手心”品牌已经发展成为行业内具有较高知名度和较强影响力的自主品牌。手心凭借其深厚的医药行业底蕴，取得了欧美主流市场的药品准入许可，为其拓展出口业务奠定了基础。

浙江手心积累了一批优质客户，如阿特维斯集团、印度上市公司 DIVI' S LABORATORIES、加拿大上市公司奥贝泰克制药有限公司等，这些为公司巩固其市场地位奠定了基础。

图表 20 行业竞争格局

药品名称	竞争对手	企业性质	总部所在地
甲基多巴	爱集思集团	境外	法国
	梯瓦制药工业有限公司	境外	以色列
	浙江野风药业股份有限公司	境内	中国
	辉瑞制药有限公司	境外	美国
加巴喷丁	KIKAL	境外	印度
	Divi's Laboratories Ltd.	境外	印度
	江苏恩华药业股份有限公司	境内	中国
	江西同和药业股份有限公司	境内	中国
	浙江精进药业有限公司	境内	中国
	塔罗制药工业有限公司	境外	美国
依托度酸	梯瓦制药工业有限公司	境外	以色列
	IPCA	境外	印度
	杭州科本药业有限公司	境内	中国
卡比多巴	默克集团	境外	德国
	Divi's Laboratories Ltd.	境外	印度
	浙江野风药业股份有限公司	境内	中国

资料来源：永太科技发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书

浙江手心现处于快速发展阶段，随着市场的进一步拓展，公司的医药产品将继续保持稳定发展势头，从 2016 年上半年的表现看，预计全年可实现营收 2.3 亿元，可贡献净利润约 4000 万元。

2.3.3 佛山手心“凤凰涅槃，重造新生”

佛山手心成立于 1989 年 1 月，是当地一家颇具知名度和口碑的老牌药企。2014 年 1 月浙江手心收购佛山手心 90% 股权成为控股股东，佛山手心因经营不善，处于亏损状态，浙江手心接管后，开始为期一年的全面整改，且在整改期间花费了部分成本，从而导致 2014 年度处于亏损状况。2015 年度佛山手心经营进入正常轨道，2015 年佛山手心实现营收 10046.29 万元，同比增长 42.65%，贡献净利润

2145.16 万元，同比增长 239.6%，佛山手心扭亏为盈，主要原因是佛山手心依据市场情况和国家低价药最新政策对主要产品进行提价，销售区域扩大，促进营收增加，同时对成本严格控制，使净利润大幅提高。根据 2016 年上半年市场表现，预计全年可实现营收 1.1 亿元，贡献净利润 2000 万元。

佛山手心主要生产化学制剂和中成药，拥有 78 个药品注册批件和多个独家产品及品牌产品，形成了以胃药盐酸雷尼替丁胶囊为龙头产品的多个系列产品群。产品面临着激烈的市场环境，但佛山手心在华南市场较为稳定，同时不断拓展其他市场，客户数量和规模逐步增加，已基本上覆盖全国各个省，销售收入随着客户数量和规模的增加而逐步增加，也有利于提高竞争力。

图表 21 佛山手心主要产品的竞争对手

序号	产品名称	竞争对手	治疗疾病
1	多潘立酮片	西安杨森制药有限公司	胃病类
2	诺氟沙星胶囊	广东恒建制药有限公司	抗病毒类
3	五子衍宗软胶囊	北京同仁堂股份有限公司	生育类
4	雷尼替丁胶囊	广东逸舒制药股份有限公司	胃病类

资料来源：浙江永太收购佛山手心权益价值评估报告

佛山手心在 20 多年的经营中逐渐形成了自身优势。拥有众多的优势产品系列和产品储备，拥有较大的生产能力，可以根据市场变化，调整营销策略，及时组织生产，保持经营业绩的稳定性；主打产品盐酸雷尼替丁胶囊在华南地区已累积销售 20 多年，通过其良好的产品质量和快速起效的特性，从而建立起区域性的品牌优势，未来随着销售范围的拓展，其产品的市占率会稳步提高。

图表 22 佛山手心生产能力

序号	剂型	生产能力
1	软胶囊剂	2.6 亿粒
2	片剂胶	20 亿片
3	干混悬剂	2800 万袋
4	搽剂	1100 万瓶
5	口服溶液剂	2600 万瓶
6	硬胶囊	29 亿粒

资料来源：浙江永太收购佛山手心权益价值评估报告

2.3.4 未来三年净利 12 亿，股东承诺彰显发展信心

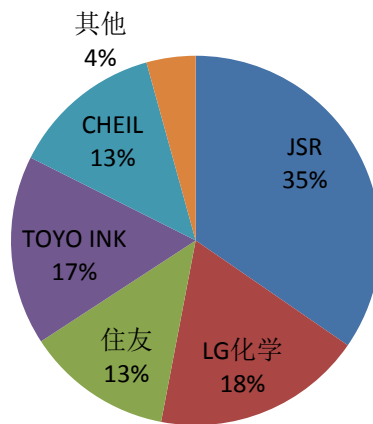
本次交易对方业绩承诺：2016-2018 年浙江手心和佛山手心（佛山手心按 90% 计算）盈利合计不低于人民币 22480 万元；公司控股股东、实际控制人对本次交易摊薄即期回报填补措施承诺：若公司 2016-2018 年度累计实现净利润（不含本次交易目标公司承诺业绩）不足 12 亿元，浙江永太控股有限公司、王莺妹、何人宝将在承诺期 2018 年度审计报告结束后 10 日内以现金方式补足差额部分。

3. 电子化学品成为公司利润新增长点

3.1 CF 光刻胶获认证，将实现进口替代

公司与 2014 年 11 月启动募投项目 1500 吨平板显示彩色滤光膜材料建设，项目进展顺利，现已建成年产 150 吨 CF 光刻胶中试线，并向多家平板显示厂商提供样品测试。2016 年 8 月 1 日公司发布公告，深圳市华星光电技术有限公司（以下简称“华星光电”）对永太新材料进行了实地稽核并出具稽核结果，同意永太新材料成为华星光电的合格供应商。该项目试产成功，一举打破 JSR、LG 等国外企业垄断地位，将实现进口替代，树立行业标杆。

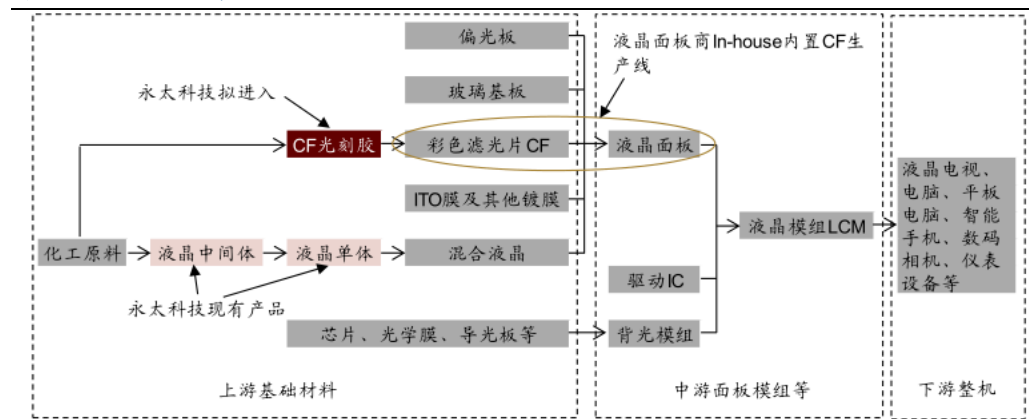
图表 23 CF 竞争格局



资料来源：wind、华安证券研究所

公司之前的液晶产品主要是中间体和单体，对液晶产品有一定的技术积累。近年来因电视机面板产能向中国转移，对彩色滤光片 CF 需求大增，市场空间增加。公司与 2014 年 11 月和华星光电达成合作协议，双方集中技术优势，攻关 CF 光刻胶。

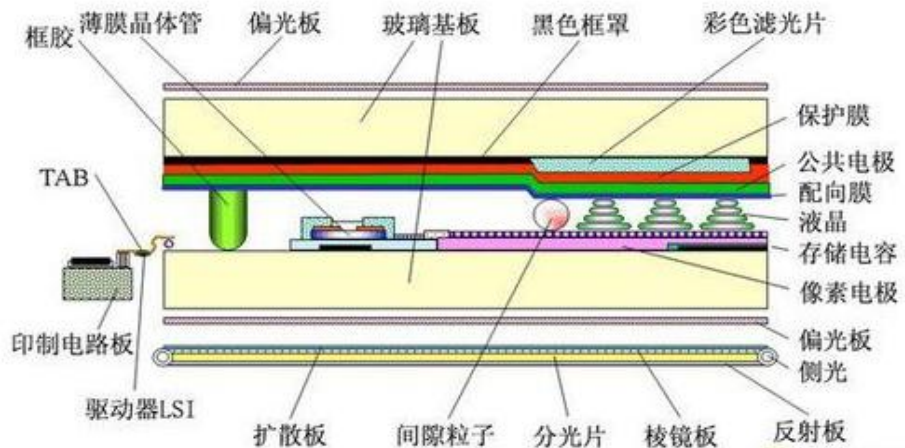
图表 24 液晶面板产业链



资料来源：wind、华安证券研究所

彩色光刻胶和黑色光刻胶是制备彩色滤光片的核心材料。彩色滤光片是液晶显示器实现彩色显示的关键器件，它是用彩色光刻胶和黑色光刻胶在基板上的附着加工制造而成。光刻胶质量的高低直接影响彩色滤光片的显色性能，是LCD制造业上游的关键材料。

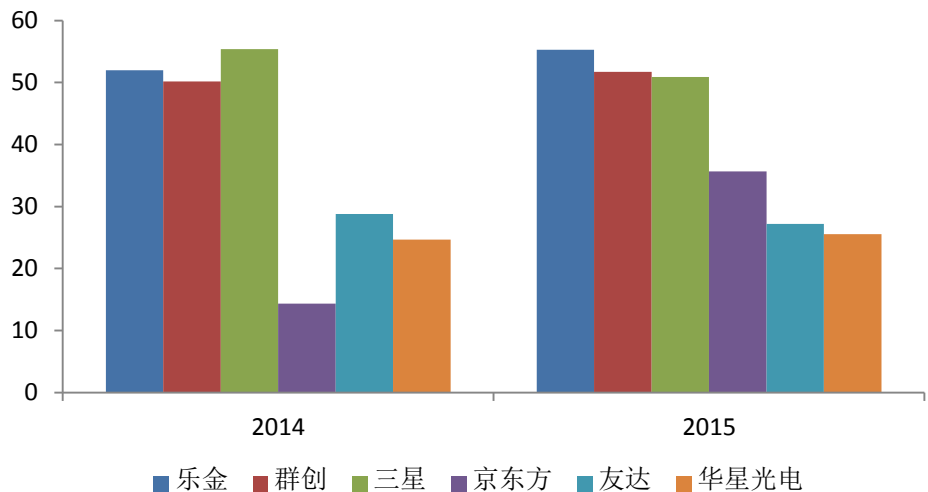
图表 25 液晶面板结构示意图



资料来源：wind、华安证券研究所

京东方、华星光电跻身世界前六大电视机面板供应商，2015 年电视面板出货量分别为 35.66 百万片、25.52 百万片，占 2015 年世界面板的出货量比重为 23.09%。

图表 26 2014-2015 年前六大电视面板厂出货表现 (百万台)



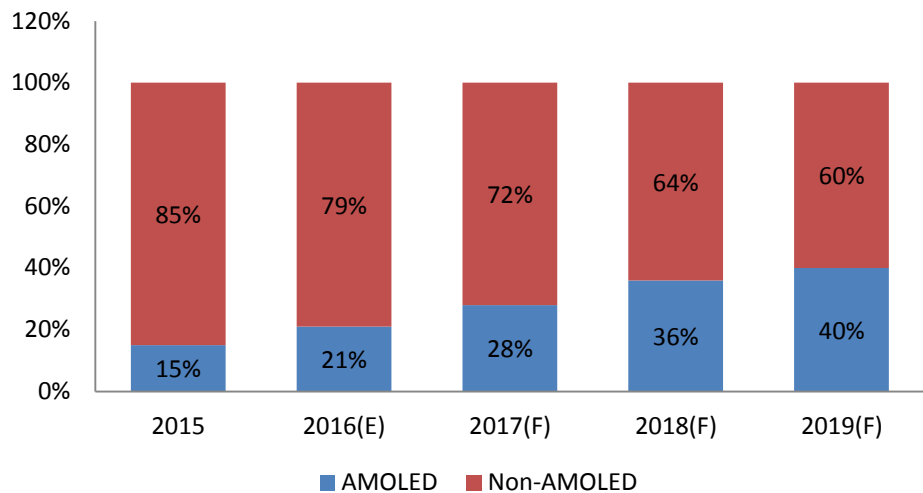
资料来源：wind、ofweek

OLED 多重优势决定第三代显示技术领导核心地位。OLED 是有机发光二极管，其与传统 LCD 显示方式不同，无需背光灯，具有自发光特性，采用非常薄的有机材料涂层和玻璃基板，当有电流通过时，这些有机材料就会发光。相比传统的 LCD 屏幕，OLED 显示屏幕可以做得更轻更薄，可视角度更大，并且能够显著节省电能。按照驱动方式的不同，OLED 可分为 AMOLED 和 PMOLED。

目前 AMOLED 凭借其低驱动电压、高发光寿命等优势成为市场主流技术。OLED 在中小尺寸手机中的应用加速。

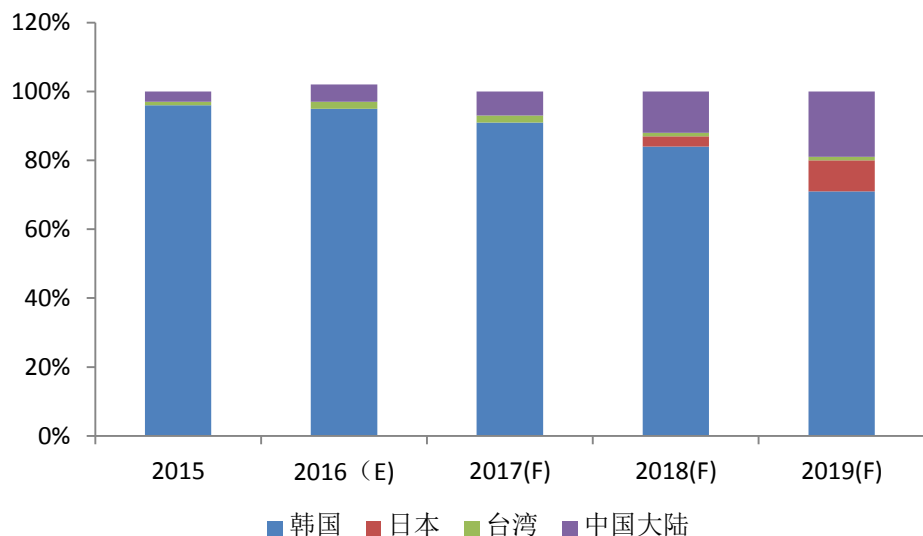
全球液晶面板的快速发展，以及 OLED 显示器的商用，都为光刻胶提供了巨大的市场空间。在国内市场，以京东方、华星光电为代表的大型面板供应商产能增加明显，对光刻胶的需求量也为增加趋势。随着 OLED 市场逐步打开，为光刻胶的发展提供了另一个巨大的市场空间。

图表 27 2015-2019 (F) OLED 面板对全球智能手机市场的渗透率



资料来源：wind、ofweek

图表 28 2015-2019 年全球中小尺寸 AMOLED 面板产能占比



资料来源：wind、ofweek

3.2 布局六氟磷酸锂，切入新能源市场

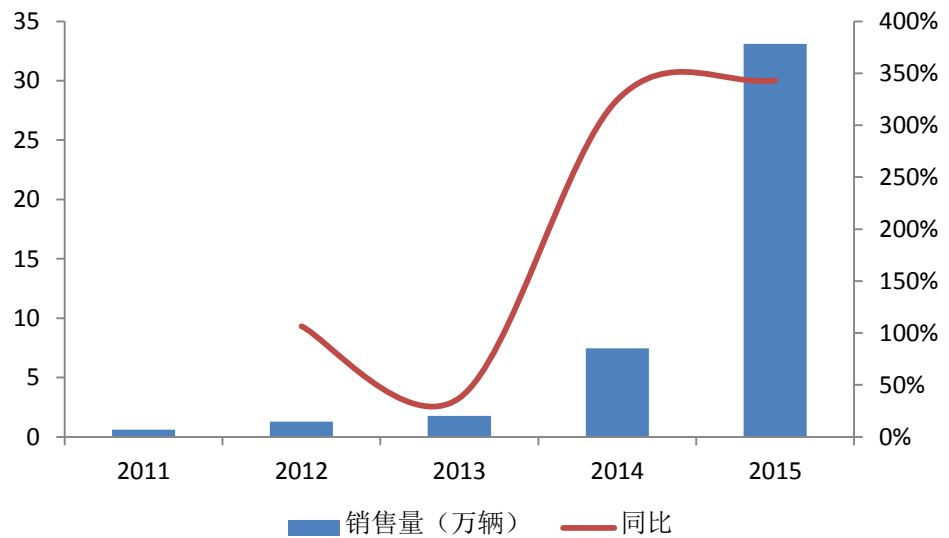
公司控股子公司邵武永太高新材料有限公司拟以自有资金 38,760 万元投资建设年产 6000 吨六氟磷酸锂和 2000 吨新型锂盐项目，一期项目形成年产 3000 吨六

氟磷酸锂和 1000 吨双氟磺酰亚胺锂的生产能力。这是公司首次进入新能源领域。

锂电池主要应用于三大领域：消费电池、动力电池、储能电池。目前，消费类电池占 80%，该领域已进入稳定发展阶段。动力电池受益于新能源汽车的快速增长、储能电池受益于风光发电和微网的发展将成为锂电池增长的重要推动力。

近年来，受政策推动，我国的新能源汽车销售量呈爆发式增长。根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）》，到 2020 年新能源汽车累计销量要超过 500 万辆。根据规划的目标测算，至 2020 年其新能源汽车整车市场空间保守预计超 2500 亿元。

图表 29 2011-2015 我国新能源汽车销售量及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

2014 年全球电解液出货量 8.25 万吨，全球六氟磷酸锂出货量 1.35 万吨；预计到 2020 年全球电解液用量将超过 15.2 万吨，相应六氟磷酸锂用量将超过 2.49 万吨。

六氟磷酸锂是目前商品锂电池普遍采用的锂盐。由于其较高的技术壁垒，从全球市场来看，目前，日本森田化学、关东电化和 Stella Chemifa 三家公司是全球六氟磷酸锂的主要供应商，国内只有少数几家厂商掌握这类技术。

公司在氟化工领域深耕细作二十载，现已完成六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂等含氟电解质生产工艺的自主开发，公司此时进入电解质行业，将受益于新能源汽车产业链的高速发展，是公司向优势产业延伸的重大举措。

4. 积极外延并购，寻找新的突破点

4.1 投资上海科瓴，进入医疗下游

公司在增强医药产品创新能力的同时，积极进入医药下游行业。此次投资上海科瓴医疗，是公司优势产业链纵向发展的集中体现。

科瓴医疗是一家基于大数据分析和人工智能的慢病管理互联网医疗公司，

“蓝信康”是科瓴医疗在药店领域的移动医疗慢病服务品牌，目前蓝信康业务已覆盖过半百强连锁药店。科瓴医疗通过大数据分析和移动互联的手段，提供基于人工智能的慢病管理和健康服务解决方案，在未来构建“医药-互联-智能”三位一体的社区慢病管理新模式。

中国目前有 4~5 亿的慢病患者，而且患者数量受多种因素影响迅速上升。基于慢性疾病的特殊性，患者需要长期服药并接受医疗健康服务。这些需求孕育出了下一个万亿级的市场。

4.2 收购美赛达 20%股权，进入车载物联网

公司在夯实主业，增强内生发展动力的同时，积极寻找新兴产业发展机会，拓展外延发展空间。此次增资美赛达，收购其 20%的股权，是公司外延发展战略的集中体现。

美赛达是国内领先的车联网系统服务提供商，作为车联网的先驱者和推动者，美赛达通过软硬云（互联智能导航软件+车联网硬件终端+云服务）一体化的产品及服务方案，实现了人、车、路、服务商之间的信息互联互通。目前公司客户群体包括基于车载系统装配需求的国内主流整车厂商以及基于数据采集需求的快递物流、租赁、保险等业内知名企业。其中，神龙汽车、北汽、东风、长安铃木、东南汽车、先锋太盟租赁等重量级客户的订单已经开始执行。2015 年第一季度，美赛达已实现盈亏平衡。4 月初，再次中标某一线合资车厂新车型项目，预计将增加近亿元的销售收入。美赛达与其他国内一线保险公司、合资车厂、物流公司、融资租赁公司等合作的数个项目，正在积极稳妥推进，预计 2015 年公司将实现高速增长全年有望实现超过 6,500 万元净利润，且保持未来三年年均不低于 30%的增长速度。

4.3 设立产业并购、股权投资基金

永太科技与盈科资本共同出资设立并购基金、投资基金。并购基金的规模为 10 亿元人民币，资金根据投资需要分期到资，永太科技作为并购基金的有限合伙人认缴 1.9 亿元人民币，占出资比例的 19%；投资基金的规模为 5 亿元人民币，资金根据投资需要分期到资，永太科技作为投资基金的有限合伙人认缴 9500 万元人民币，占出资比例的 19%。

重点投资领域为医药、医疗、农药、精细化工平板显示等永太科技主业上下游及相关行业，或其他符合永太科技战略发展方向的战略新兴行业。主要投资方向包括生物医药、化学药及仿制药等优质资产，干细胞、基金检测等新型医药、医疗技术，以及移动医疗、健康管理等大健康领域。

设立产业、投资基金旨在借助盈科资本作为专业机构对投资标的相关运作的专业性、资源以及融资渠道，为公司在医药、农药及电子化学品领域的产业整合和新兴产业的投资提供有效支持，加快实现公司全产业链的规划布局和外延式发展目标；作为基金的有限合伙人，可分享金融资本与实体经济融合所带来的利益，有望实现较高的资本增值收益，增强公司的盈利能力，有助于公司持续、稳定发展。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,447	1,844	2,380	2,957	营业收入	1,542	2,066	2,686	3,358
现金	423	413	537	672	营业成本	1,174	1,343	1,773	2,250
应收账款	447	592	789	973	营业税金及附加	7	12	16	20
其他应收款	11	15	20	25	销售费用	22	36	49	54
预付账款	45	51	69	95	管理费用	167	261	348	412
存货	478	681	827	1,035	财务费用	7	37	46	53
其他流动资产	44	92	139	158	资产减值损失	12	3	0	(0)
非流动资产	1,990	1,744	1,789	1,875	公允价值变动收益	(8)	0	(1)	0
长期投资	211	152	157	174	投资净收益	24	20	21	22
固定资产	921	863	805	746	营业利润	168	393	475	592
无形资产	245	228	213	199	营业外收入	15	13	13	13
其他非流动资产	613	500	614	756	营业外支出	5	3	4	4
资产总计	3,437	3,588	4,169	4,832	利润总额	179	403	484	600
流动负债	1,403	1,301	1,518	1,773	所得税	36	60	73	90
短期借款	727	932	1,090	1,321	净利润	143	342	412	510
应付账款	240	297	383	481	少数股东损益	(1)	(8)	(5)	(7)
其他流动负债	436	73	45	(28)	归属母公司净利润	144	350	416	517
非流动负债	122	153	198	249	EBITDA	295	505	594	717
长期借款	35	35	35	35	EPS (元)	0.18	0.41	0.49	0.61
其他非流动负	87	118	163	214					
负债合计	1,525	1,454	1,716	2,022					
少数股东权益	39	31	27	20	主要财务比率				
股本	799	855	855	855	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	616	587	587	587	成长能力				
留存收益	475	661	984	1,348	营业收入	45.27%	34.00%	30.00%	25.00%
归属母公司股东权	1,872	2,103	2,426	2,790	营业利润	98.38%	133.71%	20.81%	24.50%
负债和股东权益	3,437	3,588	4,169	4,832	归属于母公司净利润	73.10%	142.80%	18.85%	24.29%
					获利能力				
					毛利率(%)	23.83%	35.00%	34.00%	33.00%
					净利率(%)	9.36%	16.95%	15.50%	15.41%
					ROE(%)	7.50%	16.04%	16.78%	18.16%
					ROIC(%)	9.20%	17.84%	15.77%	17.21%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.38%	40.53%	41.16%	41.85%
					净负债比率(%)	3.98%	14.23%	-2.65%	-3.61%
					流动比率	1.03	1.42	1.57	1.67
					速动比率	0.69	0.89	1.02	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.59	0.69	0.75
					应收账款周转率	4.11	4.08	3.99	3.91
					应付账款周转率	7.38	7.70	7.91	7.77
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.41	0.49	0.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	(0.36)	0.10	0.12
					每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.63	3.04	3.49
					估值比率				
					P/E	99.9	44.1	37.1	29.8
					P/B	7.7	6.9	5.9	5.2
					EV/EBITDA	57.73	32.03	27.32	22.75

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。