

永太科技/电力设备新能源

氟化工龙头，六氟、VC 高弹性品种

评级：增持(首次覆盖)

市场价格：16.49

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：陈传红

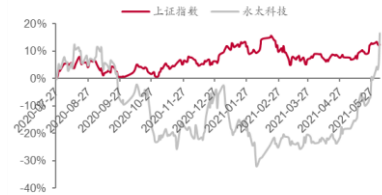
执业证书编号：S0740519120001

Email: chench@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	876.56
流通股本(百万股)	670.08
市价(元)	16.49
市值(百万元)	14500
流通市值(百万元)	11000

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,429.84	3,450.31	4,155.25	6,652.81	7,992.61
增长率 yoy%	4.08%	0.60%	20.43%	60.11%	20.14%
净利润	271.7	120.0	430	964.2	1,094.7
增长率 yoy%	-38.48%	-55.83%	258.34%	124.22%	13.54%
每股收益(元)	0.31	0.14	0.49	1.1	1.25
每股自由现金流量	0.43	0.39	0.5	0.55	2.54
净资产收益率	7.75%	2.24%	11.32%	21.39%	21.06%
P/E	43.7	99.0	33.5	15.0	13.2
P/B	0.6	0.8	4	3.3	2.7

备注：股价截止于 2021-6-10

投资要点

- **深耕含氟化工品，覆盖医药、农药、锂电材料三大行业。**公司是国内产领先氟精细化学品生产商之一。产品结构覆盖医药、农药、锂电材料三大板块。核心客户主要包括德国默克、巴斯夫、拜尔、住友、美国默克、先正达等国际知名化工企业，并与多家国内知名企业建立了稳定的合作关系。
- **传统业务：1) 医药：多款产品通过 FDA 认证，海外市场拓展有望加速。**公司不断强化中间体+原料药+制剂垂直一体化产业链的战略布局，积极打造海外高端制剂出口平台，未来 2-3 年将迎来产能释放盈利有望保持稳健增长。中间体方面将形成年产 14770 吨高级医药中间体、农药中间体以及原药及联产品的生产能力；原料药方面依托氟精细化工行业以及生物酶技术方面的积累，打造高附加值原料药产品线，项目包括 19 个医药原料药，一期项目部分车间已经进入试生产阶段；制剂方面，公司永太药业制剂国际化项目 4 个 ANDA 申请已经获得美国 FDA 的批准，海外市场有望打开。2) **农药产品结构优化&下游需求回暖，盈利能力有望优化。**受疫情影响下游农药需求走弱，此外行业产能较为充足导致农药价格走低，从目前 5 月下旬价格来看，多款含氟农药价格企稳，公司持续调整产品结构，农药盈利能力有望优化。
- **锂电材料：中游维持高景气，六氟、VC 扩产有望贡献高利润弹性。**我们预计，六氟、VC 到 22 年上半年仍将维持紧平衡，价格有望保持高位，产品维持高盈利能力。公司 VC、六氟产能规模大，多款产品即将投产，有望深度受益行业高景气度。公司公告，拟在内蒙古永太投资建设的第三期项目将形成年产 500 吨 HMPCA、800 吨 C1202、3000 吨 FEC、5000 吨 VC 等。我们预计，21 年底公司 VC、六氟产能有望分别达到 3000 吨、8000 吨，公司用地储备充足，后续还有望继续扩产。
- **投资建议：**公司深耕含“氟”产品二十年，具有完整垂直一体化产业链的含氟医药、农药与新能源材料三大板块布局。传统业务方面，医药海外市场有望持续拓展，农药产品结构+下游需求回暖，传统业务有望保持稳健增长。锂电材料方面，公司把握锂电高景气机遇，六氟、双氟、VC 等产品即将迎来大规模扩产，利润弹性可期。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.49 元、1.1 元、1.25 元，对应 PE 分别为 33.5 倍、15 倍、13.2 倍。利用分部估值，参考三大板块可比公司，我们预计 21 年公司市值为 167.4 亿。首次覆盖，给予“增持评级”。
- **风险提示：**新能源汽车补贴政策不及预期，新能源汽车销量不及预期，行业扩产加速导致价格低于预期的风险，行业测算偏差风险。公司产能扩产不及预期，6f, vc, 双氟, fec 产品价格低于预期。毛利率敏感性测算偏差风险：针对公司锂电类业务的毛利率敏感性测算，基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。

## 内容目录

一、含“氟”产品龙头，全方位布局.....	- 3 -
1.1 深耕含氟化工品，绑定全球原研巨头 .....	- 3 -
1.2 一体化布局完善，产能释放拐点将至.....	- 3 -
1.3 盈利能力企稳回升.....	- 4 -
二、电池材料产能布局加速，深度受益下游高景气.....	- 5 -
2.1 全球电动化维持高景气，锂电产业链受益 .....	- 5 -
2.2 供需紧平衡持续，产业链迎量价齐升 .....	- 7 -
2.3 产能加速释放，力争锂电电解液产业链全覆盖.....	- 9 -
三、医药&农药优势持续强化，业务有望企稳回升.....	- 10 -
3.1 医药：多产品获 FDA 认证，加速出海进程 .....	- 10 -
3.2 农药：业务短期承压，下游价格有望企稳.....	- 10 -
四、投资建议 .....	- 11 -
五、风险提示 .....	- 13 -

## 一、含“氟”产品龙头，全方位布局

### 1.1 深耕含氟化工品，绑定全球原研巨头

- 公司系国内氟化工龙头，主营业务以含氟精细化学品为核心，产品应用领域主要包括医药、农药、锂电及其他材料类三大板块，市场需求较为刚性且稳定，其中医药、农药板块纵向构建了从中间体到原料药和制剂的垂直一体化产业链，锂电及其他材料类产品主要有锂电池材料、含氟液晶中间体等，产能优势逐步凸显。
- **从产品具体应用来看：**1) 公司医药类产品涵盖心血管、糖尿病、中枢精神、抗感染、抗病毒等领域；2) 农药类产品主要有含氟类除草剂、杀菌剂、杀虫剂中间体，以及农药原药和制剂；3) 锂电及其他材料类产品主要有锂电池材料(六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂等)、含氟液晶中间体等。
- **绑定全球原研巨头，下游扩张潜力大。**公司为全球各大原研巨头供应多元化的核心起始物料，产品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，现有客户可依据需求进行灵活的集中订购，产品结构齐全带来下游强大的扩张潜力。下游客户主要包括德国默克、巴斯夫、拜尔、住友、美国默沙东、先正达等国际知名化工企业，并与多家国内知名企业建立了稳定的合作关系。产品销售以出口为主，出口占比约为 60%-70%，近年来国内销售占比稳步提升。

### 1.2 一体化布局完善，产能释放拐点将至

- 公司医药板块垂直一体化综合性生产平台成型，含氟芳香精细化学品领域的制造技术与产能处于全球行业龙头地位。**公司不断强化中间体+原料药+制剂垂直一体化产业链的战略布局，积极打造海外高端制剂出口平台，未来 2-3 年将迎来产能释放带来的利润爆发。**1) 中间体方面，公司内蒙古永太一期年产 18715 吨精细化学品、30000 吨氟化钾以及联产品建设项目于 2020 年 3 月份开工建设，部分车间于 2021 年 4 月份正式进入试生产阶段，并拟投资建设第二期项目，将形成年产 14770 吨高级医药中间体、农药中间体以及原药及联产品的生产能力；2) 原料药方面，公司永太手心医药原料药项目依托氟精细化工行业以及生物酶技术方面的积累，结合在中间体合成技术方面的优势，打造高附加值原料药产品线，项目包括 19 个医药原料药，一期项目部分车间已经进入试生产阶段；3) 制剂方面，公司永太药业制剂国际化项目 4 个 ANDA 申请已经获得美国 FDA 的批准，正在进行商业化。

**图表 1：公司产能规划情况**

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
中间体	18,127.46 吨/年	93.14%	24,315.00 吨/年	内蒙古永太一期年产 18715 吨精细化学品、30000 吨氟化钾以及联产品建设项目于 2020 年 3 月份开工建设，报告期内项目进展顺利，部分车间于

				2021 年 4 月份正式进入试生产阶段。
医药原料药	3,180.00 吨/年	35.81%	1,547.70 吨/年	永太手心年产 4340 吨原料药、6 亿粒中药提取建设项目部分车间已完成设备安装调试工作，其中年产 1800 吨的加巴喷丁原料药车间项目于 2020 年 12 月份正式进入试生产阶段。
医药制剂	455,825.00 万粒、万片、万支/年	11.39%	35,000.00 万粒、万片、万支/年	滨海美康年产 2 亿片的抗肿瘤片剂、年产 1 亿粒的抗肿瘤胶囊和年产 5000 万支的乳膏项目正进行设备的安装调试。
农药制剂	5,100.00 吨/年	2.85%		
锂电材料	3,220.00 吨/年	56.10%	8,220.00 吨/年	永太高新已投产 2000 吨六氟磷酸锂和 500 吨双氟磺酰亚胺锂及其配套氟化锂生产线，目前扩建年产 6000 吨六氟磷酸锂和 1500 吨双氟磺酰亚胺锂及配套年产 1440 吨氟化锂项目目前进展顺利。

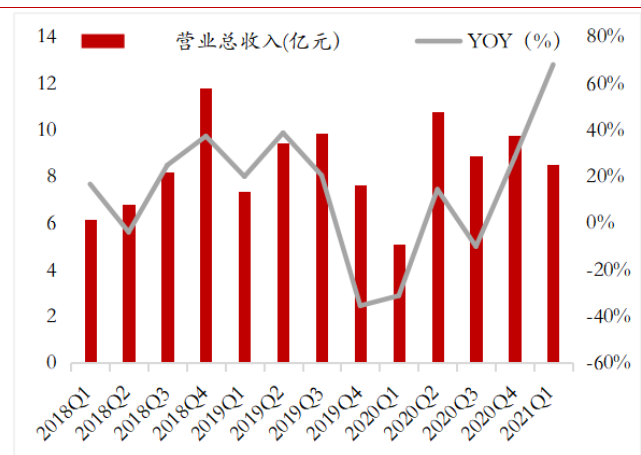
来源：Wind，中泰证券研究所

### 1.3 盈利能力企稳回升

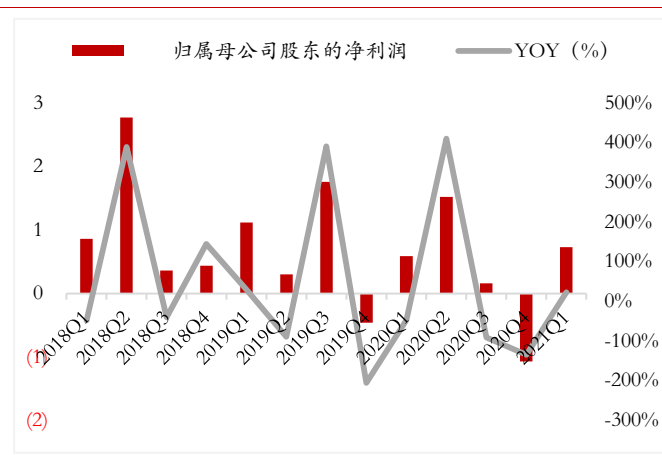
- 主营业务利润大幅增长，扣非净利润大幅增加。**公司 21Q1 营业收入较上年同期大幅增长，扭亏为盈，实现扣非净利润 8,612.76 万元，YOY+892.04%，主要系：1) 下游锂电材料行业需求旺盛，量价齐升，公司锂电池材料六磷酸锂等产品的订单饱满，主营业务利润大幅增长；2) 受公司持有的富祥药业股价下跌影响，非经常性损益亏损 1,322.66 万元，较上年同期盈利 7,007.11 万元减少较多，公允价值变动收益本期较上年同期下降 131.93%。
- 收购及产能扩张带来的损益波动减小。**公司历年来净利润波动较大，主要系公司在产业链上收购扩张带来的资产及信用减值损失波动影响。21Q1 公司信用减值损失较上年同期下降 90.19%，主要系货款回笼，应收账款坏账计提减少，同时受益于公司参股公司一季度净利润增长，21Q1 公司投资收益本期较上年同期增长 158.64%。

图表 2：公司单季度营收及增速（亿元，%）

图表 3：公司单季度归母净利润及增速（亿元，%）

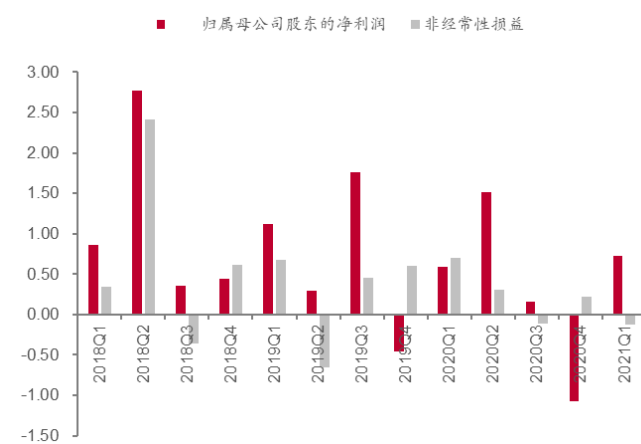


来源: wind, 中泰证券研究所



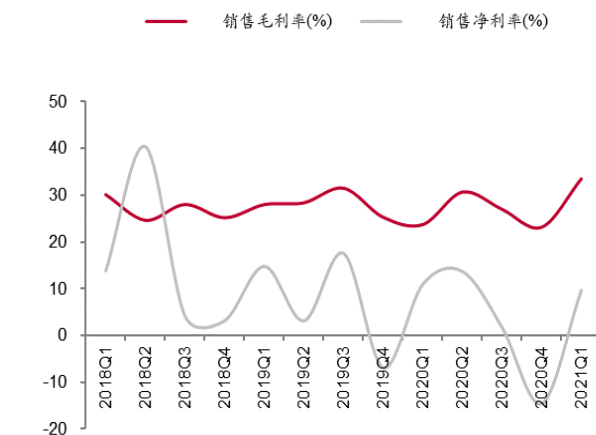
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司归母净利与非经常性损益 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司单季度销售毛利率与净利率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

## 二、电池材料产能布局加速，深度受益下游高景气

### 2.1 全球电动化维持高景气，锂电产业链受益

- **全球电动化加速渗透，锂电“接棒”。**新能源汽车自发需求驱动不断得到验证，随优质供给增加&基础设施不断完善，全球电动化持续维持高景气，下游锂电产业充分受益。
- **中、欧电动化持续超预期，美国政策激励政策静待落地，上调全球销量及动力电池装机量预测。**预计 2021-2023 年新能源汽车销量分别 577 万辆、845 万辆、1101 万辆，对应动力电池需求 262.8、418.3、563.9Gwh。

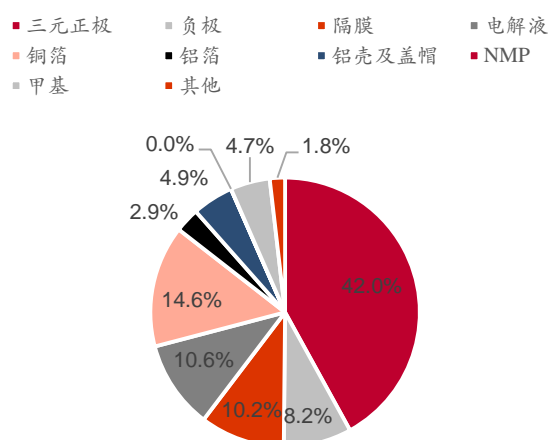
图表 6: 全球新能源车销量及动力电池装机量预测

分类	品牌	全球动力电池装机量拆分量				装机量 (GWh)				
		销量 (台)								
	品牌	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
外资	特斯拉	499597	997646	1487400	1824200	37.60	66.68	117.23	160.13	
	大众	422100	864767	1304930	1595950	16.81	46.24	81.19	100.70	
	宝马	173191	308525	415760	530450	3.60	8.52	17.54	24.78	
	戴姆勒	170483	250397	371745	417695	4.56	7.70	15.10	17.88	
	FCA	19113	30128	36740	50770	0.35	0.54	0.64	0.82	
	PSA	110002	152814	214957	331692	3.65	4.97	5.99	9.10	
	福特	29475	39770	83939	139210	0.46	1.00	5.06	12.25	
	通用 (含五菱)	222116	633672	815744	1044040	5.24	11.31	15.84	24.45	
	丰田	51126	75310	130650	277100	1.04	2.51	4.52	8.78	
	本田	18841	42560	84760	178560	0.82	1.99	3.94	8.45	
	雷诺日产	194158	258432	382981	552651	8.33	11.85	17.93	25.85	
	现代起亚	205987	266794	355773	658130	7.88	11.16	16.03	30.15	
	合计		2116189	3920815	5685379	7600448	90.33	174.47	301.01	423.33
自主	长安	29811	61100	76100	98000	1.59	2.78	3.34	4.00	
	广汽	70980	123000	156000	190000	4.34	7.42	9.41	11.59	
	一汽	8369	21100	37100	59100	0.44	0.89	1.51	2.24	
	上汽	127964	161800	254000	280500	4.13	5.20	8.07	9.58	
	东风	26317	36000	53000	63000	1.28	1.73	2.50	2.95	
	吉利	32818	51000	77000	146000	1.42	1.71	2.37	3.80	
	长城	57421	148000	203500	263500	1.78	4.77	6.62	8.63	
	江淮 (含江淮大众)	5642	13000	27000	39000	0.27	0.45	0.69	0.69	
	奇瑞	43800	53000	81000	121500	1.43	1.89	3.28	5.08	
	小鹏	15315	80000	118000	140000	1.69	4.94	7.25	8.60	
	理想	32624	50000	65000	90000	1.32	2.03	2.43	2.43	
	威马	22495	35000	42000	50000	1.29	2.02	2.42	2.88	
	蔚来	43304	82000	120000	175000	3.42	6.48	9.66	14.53	
	北汽	25996	31000	60000	88000	1.04	1.25	2.84	4.42	
	比亚迪	179054	409000	812500	925500	6.37	15.57	23.29	25.20	
	合计		721910	1355000	2182200	2729100	31.82	59.14	85.69	106.61
	其他乘用车		240000	336000	403200	483840	10.00	10.00	10.00	10.00
商用车		120000	160000	180000	200000	14.40	19.20	21.60	24.00	
总计		3198099	5771815	8450779	11013388	146.55	262.80	418.30	563.94	

来源: Wind, 中泰证券研究所

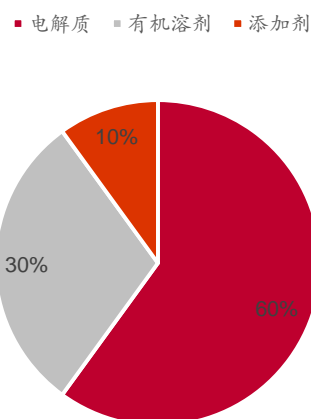
■ **电解液为动力电池重要原材料, 占成本约 7%~10%。**在电池中正负极之间起到传导电子的作用, 影响锂离子电池的性能, 占到动力电池成本约 7%~10%。电解液一般由高纯度的有机溶剂、电解质锂盐、必要的添加剂等原料, 成本占比分别为 30%、60%、10%

图表 7: 动力电池成本构成



来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 8: 电解液成本构成



来源: GGII, 中泰证券研究所

■ **电解质: 六氟当下主流, 双氟未来趋势。**目前六氟是商业化应用广



泛的锂盐，具有良好的离子电导率，但其热稳定性差，不利于储存和使用。双氟导电性、热稳定性、电化学稳定性高，基本没有副反应，随着工艺的持续改善，成本有望逐步下探。

**图表 9: 主要锂盐优缺点对比**

	优点	缺点
六氟磷酸锂(Li PF <sub>6</sub> )	良好的离子电导率,展示良好的电化 学稳定性, 已大规模商业化应用	热稳定性差
高氯酸锂 (Li Cl O <sub>4</sub> )	热稳定以及抗水性能较好	在高温高压下易发生爆炸
四氟硼酸锂 (Li BF <sub>4</sub> )	离子半径小, 在有机溶剂中易解离, 提高离子电导率。	非常容易与有机溶剂配位, 降低离子电 导率。
双氟磺酰亚胺锂 (Li FSI)	优异的电导率、热稳定性、良好的电 化学稳定性	工艺难度高, 成本高

来源: 《双氟磺酰亚胺锂的性能及其在锂离子电池中的应用》, 中泰证券研究所

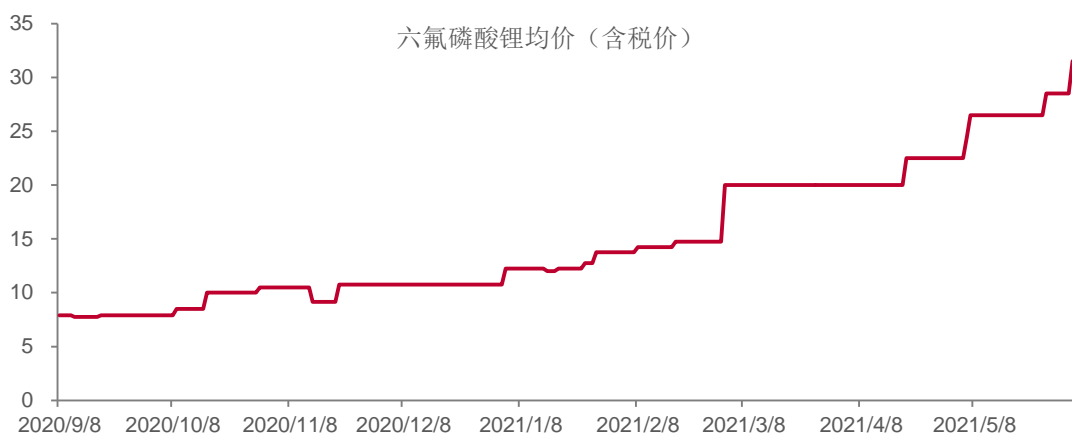
■ **溶剂: 高纯度圈住高壁垒, 电池/工业级较难逾越。** 锂电池电解液中常用的溶剂有碳酸乙烯酯(EC)、碳酸二乙酯(DEC)、碳酸二甲酯(DMC)、碳酸甲乙酯(EMC)等, 一般不使用碳酸丙烯酯(PC)、乙二醇二甲醚(DME)等主要用于锂一次电池的溶剂。相较于工业级溶剂, 电池级对溶剂质量控制要求更高, 如要求纯度在 99.9%等, 目前看工业级较难逾越鸿沟转产电池级溶剂。

■ **添加剂: 正负极变化催生更多添加剂需求, 当下主流为 VC、FEC。** 随着锂离子电池对安全性、循环寿命和能量密度要求的提升, 锂电池的正负极材料发生变化, 对电解液添加剂提出了更多些要求, 成膜、导电、阻燃、过充保护、改善低温性能方面的添加剂的需求量将会逐步增加。**碳酸亚乙烯酯是电解液中必须加入的成膜添加剂。** 能使溶剂分子优先在负极表面形成致密的 SEI 膜, 随着碳酸亚乙烯酯纯度的增加, 形成的 SEI 膜致密性增加, 溶剂消耗量降低, 从而增加锂离子电池的能量密度和使用寿命

## 2.2 供需紧平衡持续, 产业链迎量价齐升

■ **六氟供需偏紧, 价格有望维持高位。** 从供需角度来看, 六氟偏紧导致价格持续走高。目前的投产计划预计 21 年全年仍会保持供需紧平衡, 22 年下半年有所缓解, 六氟价格有望维持高位。

**图表 10: 六氟价格 (万元/吨)**



来源：鑫络锂电，中泰证券研究所

图表 11：行业产能梳理（吨/月）

	截至2021H1年产能情况	202107	202108	202109	202110	202111	202112	202201	202202	202203	202204	202205	202206
韩国厚成	4000	333	333	333	333	333	333	333	333	333	333	333	333
森田化工	7500	625	625	625	625	625	625	625	625	625	625	625	625
关东电化	4500	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375
瑞星化工	2100	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175
中央硝子	500	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
韩国蔚山	500	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
釜山化学	1300	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108
多氟多	10000	833	833	833	833	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250
天赐材料	12000	1833	1833	1833	1833	1833	2667	2667	2667	2667	2667	2667	3750
金牛化工	1500	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125
江苏新泰	8240	687	687	687	687	687	687	687	687	687	687	687	687
九九久	5000	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417
石大胜华	2000	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
赣州石磊	2000	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
永太科技	2000	167	167	167	167	167	667	667	667	667	667	667	667
湖北宏源	5000	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417
东莞杉杉	2000	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
滨化股份	1000	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83
其他	2000	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
产能合计	73140	6928	6929	6929	6929	7346	8679	8679	8679	8679	8679	8679	9762
有效产能利用率	79%	85%	86%	87%	87%	87%	87%	88%	88%	89%	90%	90%	90%
预计实际六氟产能		5889.083	5958.94	6028.23	6028.23	6390.73	7550.73	7637.52	7637.52	7724.31	7811.1	7811.1	8785.5
电池出货量预测		36.2	36.2	36.2	36.2	37.0	43.0	43.8	44.0	45.0	45.0	45.0	50.0
六氟需求		6414.0	6414.0	6414.0	6414.0	6549.0	7611.0	7752.6	7788.0	7965.0	7965.0	7965.0	8850.0
需求差		-524.9	-455.1	-385.8	-385.8	-158.3	-60.3	-115.1	-150.5	-240.7	-153.9	-153.9	-64.5

来源：公司公告等，中泰证券研究所

■ **高价盈利弹性十足。**六氟自 2020 年以来，价格一路走高，我们假定成本端无变化对永太科技锂电材料业务的营收-成本-毛利进行敏感性分析，盈利弹性十足。

图表 12：锂电材料业务毛利率敏感性分析

	2020	价格+50%	价格+100%	价格+200%
营收（万元）	29016.2	43524.335	58032.447	87048.671
成本（万元）	21616.2	21616.2	21616.2	21616.2
毛利率（%）	25.5%	50.3%	62.8%	75.2%
材料（万元）	15772.0	15772.0	15772.0	15772.0
人工（万元）	1182.2	1182.2	1182.2	1182.2
折旧（万元）	1301.3	1301.3	1301.3	1301.3
能源（万元）	1515.1	1515.1	1515.1	1515.1



其它 (万元)	1845.7	1845.7	1845.7	1845.7
---------	--------	--------	--------	--------

来源：公司公告等，中泰证券研究所

### 2.3 产能加速释放，力争锂电电解液产业链全覆盖

- 六氟产能逐步释放。**目前公司已正常生产高品质的六氟磷酸锂，具备 2000 吨六氟磷酸锂和 500 吨双氟磺酰亚胺锂的生产能力，扩建的年产 6000 吨六氟磷酸锂和 1500 吨双氟磺酰亚胺锂及配套氟化锂项目目前建设进展顺利，计划在 2021 年扩建两个六氟磷酸锂车间，建成后总产能合计 8000 吨/年。
- 锂电领域全线扩产加速。**公司逐步加强锂电中游产业链电解液及其重要添加剂领域的产品覆盖，成功研发高品质、高效、高性能其它主流电解液添加剂如 LIFSI（双氟磺酰亚胺锂）、LiDPF（二氟磷酸锂）、FEC（氟代碳酸乙烯酯）、LiDODFP（二氟二草酸磷酸锂）、VC（碳酸亚乙烯酯）等的商业化生产工艺。公司拟在内蒙古永太投资建设的第三期项目将形成年产 500 吨 HMPCA、800 吨 C1202、3000 吨 FEC、5000 吨 VC、30 吨 Fluolead、800Nm<sup>3</sup>/h 甲醇制氢以及联产 21817 吨 30% 盐酸、9025 吨亚硫酸钠、2000 吨氯化钾、6000 吨氯化钠的生产能力。项目满产后预计年新增收入 170,000.00 万元，年新增净利润 12,470.08 万元，税后财务内部收益率 43.75%，税后投资回收期（含建设期）为 3.98 年。该项目部分产能可在已有的车间利旧原有设备，预计投产时间可能早于其他新建项目。

图表 13: 公司主要产品产能计划

	当前产能	在建产能	预计投产时间
六氟磷酸锂	2000	6000	2021 年底
双氟磺酰亚胺锂	500	1500	2022
FEC		3000	2022
VC		5000	2022

来源：公司公告等，中泰证券研究所

图表 14: 公司锂电材料业务盈利预测

项目	2021E	2022E	2023E
出货量 (吨)			
6F	2200	7000	8000
双氟	150	800	2000
VC		2500	5000
FEC		2000	3000
价格 (万元/吨)			
6F	28	24	22
双氟	40	38	36
VC	25	20	19
FEC	24	20	18.5
收入 (亿)			

6F (万)	61600	168000	176000
双氟 (万)	6000	30400	72000
VC (万)	0	50000	95000
FEC (万)	0	40000	55500
<b>产能 (吨)</b>			
6F	2200	8000	10000
双氟	720	800	2000
VC	200	5000	5000
FEC		3000	3000
<b>毛利率</b>			
6F	64%	58%	55%
双氟	38%	34%	31%
VC	46%	33%	29%
FEC	50%	40%	35%
<b>毛利 (亿)</b>			
合计	4.2	14.1	16.5
6F	4.0	9.8	9.6
双氟	0.2	1.0	2.2
VC	0.0	1.6	2.8
FEC	0.0	1.6	2.0
<b>归母净利润 (亿)</b>			
合计	2.2	7.5	8.7
6F	2.0	4.7	4.5
双氟	0.2	0.7	1.3
VC	0.0	1.0	1.6
FEC	0.0	1.1	1.3

来源：公司公告等，中泰证券研究所

### 三、医药&农药优势持续强化，业务有望企稳回升

#### 3.1 医药：多产品获 FDA 认证，加速出海进程

- **多个产品获 FDA 认证，订单逐步获取。**公司盐酸多西环素胶囊、加巴喷丁胶囊和美国永太申报的酒石酸美托洛尔等多个制剂产品简略新药申请获得美国 FDA 批准，部分产品已获得海外订单。
- **FDA 认证有助于加速出海，加速开拓海外市场。**FDA 即美国食品药品监督管理局，主要负责食品、药品管理。同时 FDA 亦是 WTO 核定的有关药品等的高通行认证，拿到 FDA 后，对于进入 WTO 国家市场将更为通畅，加速拓展海外市场。
- **一体化布局加强成本&供应链优势。**加巴喷丁胶囊和原料药构成了公司医药板块首个实现“原料药+制剂”的产品链，在该模式下，将进一步提升公司产品的成本优势、一体化产业链供应优势。

#### 3.2 农药：业务短期承压，下游价格有望企稳

- **5月下旬含氟农药价格企稳。**受疫情影响农药需求走低，含氟农药原药价格多为向下，叠加行业产能逐步投产，导致行业价格进一步下滑。随下游需求回暖，农药业务盈利能力有望改善。2021年5月下旬主要含氟杀虫剂、杀菌剂原药环比基本持平，价格有望企稳。

**图表 15: 主要农药价格 (2021 年 5 月下旬)**

原药种类	细分原药	同比	环比
杀菌剂	氟环唑	-48.7%	0.0%
	氟啶胺	-16.7%	0.0%
	氟硅唑	-2.5%	0.0%
杀虫剂	氟啶脲	6.0%	0.0%
	氟吟脲	0.0%	0.0%
	氯氟菊酯	0.0%	0.0%
除草剂	氢氟草酯	6.3%	0.0%
	氟乐灵	0.0%	0.0%
	氟磺胺草醚	-8.2%	0.0%

来源：农视网，中泰证券研究所

- **产品结构优化&新品储备，盈利能力有望持续向上。**2020年，公司调整产品结构，农药类毛利率上升 9.99 个百分点。同时，公司积极推进重庆永原盛年产 1500 吨功夫酸车间建设，并于 2021 年 3 月份正式进入试生产阶段。江苏苏滨新增取得 3 个国内市场产品登记和 3 个海外产品登记，另外有 17 个产品正在开展国内登记注册工作；上海浓辉新增获得 101 个海外登记证，其中 66 个为自主登记产品，同时提交了 586 份海外登记申请，预计在 2-5 年内会获得审批；上海永阔完成 GLP 实验室初步建设，已经进入试运行阶段，争取在 2021 年完成 GLP 认证。

#### 四、投资建议

- 公司深耕含“氟”产品二十年，具有完整垂直一体化产业链的含氟医药、农药与锂电及其他材料三大板块布局。传统业务方面，医药海外市场有望持续拓展，农药产品结构+下游需求回暖，业务有望企稳回升。公司把握锂电高景气机遇，六氟、双氟、VC 等产品即将迎来大规模扩产，利润弹性可期。我们采取分部估值法：
- **1) 医药业务：**产能稳步推进+订单逐步放量，FDA 认证产品加速拓展海外市场，公司一体化布局有望持续保持低成本优势，维持高盈利能力。预计 2021-2023 年医药业务营收分别 12.3、13.5、14.2 亿，归母净利润 1.2、1.4、1.4 亿，可比公司选取心血管类原药上市公司司太立、美诺华，21 年平均估值为 38.1 倍，对应永太科技医药业务 21 年市值为 44.5 亿。
- **2) 农药业务：**下游价格企稳，需求稳定&产品结构优化带动盈利能力企稳回升。从 5 月下旬跟踪含氟农药价格看，环比价格基本维持稳定，下游价格有望止跌，公司积极拓展盈利能力更强的新品类，盈利能力有望保持稳健。预计 2021-2023 年农药类营收分别为 7.6、7.6、7.6 亿，归母净利润为 0.4 亿、0.3 亿、0.4 亿。可比公司选取农药类上市公司广信股份、利尔化学，21 年平均 PE 为 16.4 倍，对应永太科技农药业务 21

年市值为 6.2 亿。

- **3) 锂电材料:** 六氟产能建设加速推进, 下游价格在供需偏紧情况下维持高位。预计新增产能如期投产, 六氟总产能将达到 8000 吨, VC、双氟等产能稳步推进, 预计 22-23 年大规模放量。我们预计 2021-2023 年营收分别 6.8、28.8、39.9 亿, 可比公司选取天赐材料、多氟多, 21 年平均 PE 为 52.8 倍, 对应永太科技锂电材料业务 21 年市值为 116.7 亿。
- 预计各业务加总 21 年总市值为 167.4 亿, 首次覆盖, 给予“增持评级”。

**图表 16: 业务拆分预测**

营收 (亿)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药类	13.1	11.2	12.3	13.5	14.2
农药类	6.6	6.9	7.6	7.6	7.6
锂电及其他材料类	3.1	2.9	6.8	28.8	39.9
贸易	11.1	13.2	14.5	16.0	17.6
合计	34.0	34.2	41.2	66.0	79.2
毛利 (亿)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药类	5.7	4.5	5.0	5.5	5.8
农药类	2.0	2.7	2.9	2.8	2.6
锂电及其他材料类	0.9	0.7	4.2	14.1	16.5
贸易	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
合计	9.7	9.1	13.3	23.7	26.4
毛利率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药类	43.1%	40.5%	40.5%	40.5%	40.5%
农药类	29.6%	39.6%	38.6%	36.6%	34.6%
锂电及其他材料类	28.4%	25.5%	61.9%	48.8%	41.4%
贸易	10.4%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
综合毛利率	28.4%	26.7%	32.4%	35.9%	33.3%
净利润 (亿)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药类			1.2	1.4	1.4
农药类			0.4	0.3	0.4
锂电及其他材料类			2.2	7.5	8.7
贸易			0.5	0.5	0.4
合计			4.30	9.64	10.95

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 分部估值**

业务	可比公司	2021E PE (倍)	平均 PE (倍)	2021E 归母净利润 (亿)	2021E 市值 (亿)	总市值 (亿)
医药	司太立*	44.3	38.1	1.2	44.5	
	美诺华*	31.8				
农药	广信股份*	15.0	16.4	0.4	6.2	167.4
	利尔化学*	17.7				
锂电材料	天赐材料*	64.6	52.8	2.2	116.7	
	多氟多*	41.1				

来源：Wind，中泰证券研究所 注：股价来源于 2021 年 6 月 10 日，\*为来自 wind 一直预测

## 五、风险提示

- **新能源汽车补贴政策不及预期：**新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险
- **新能源汽车销量不及预期：**新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。
- **电池产能过剩引起扩产放缓的风险：**电池产业链部分环节存在产能过剩引起竞争加剧，扩产规划放缓的风险。
- **行业测算偏差风险：**行业需求等预期测算基于多项前提假设条件，或于实际情况有较大出入，导致相关测算偏离实际值。
- **公开数据信息滞后风险：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **公司产能扩产不及预期，6f，vc，双氟，fec 产品价格低于预期**
- **毛利率敏感性测算偏差风险：**针对公司锂电类业务的毛利率敏感性测算，基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。

表 18: 财务摘要 (百万元)

利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3430</b>	<b>3450</b>	<b>4155</b>	<b>6653</b>	<b>7993</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2451	2532	2809	4263	5331	营业收入增长率	4%	1%	20%	60%	20%
营业税费	31	36	42	60	64	营业利润增长率	-29%	-71%	421%	125%	18%
销售费用	132	95	104	153	160	净利润增长率	-38%	-56%	258%	124%	14%
管理费用	354	436	499	765	815	EBITDA增长率	-9%	-27%	76%	75%	16%
财务费用	107	140	123	131	127	EBIT增长率	-17%	-43%	100%	103%	16%
资产减值损失	(50)	166	45	78	75	NOPLAT增长率	-33%	-42%	171%	103%	16%
加: 公允价值变动收益	43	19	0	0	0	投资资本增长率	0%	16%	17%	23%	-6%
投资和汇兑收益	25	124	0	0	0	净资产增长率	6%	3%	8%	21%	21%
<b>营业利润</b>	<b>360</b>	<b>103</b>	<b>534</b>	<b>1203</b>	<b>1420</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-3	-7	-12	-13	-8	毛利率	29%	27%	32%	36%	33%
<b>利润总额</b>	<b>356</b>	<b>95</b>	<b>522</b>	<b>1190</b>	<b>1412</b>	营业利润率	10%	3%	13%	18%	18%
减: 所得税	96	18	96	219	260	净利润率	8%	3%	10%	14%	14%
<b>净利润</b>	<b>272</b>	<b>120</b>	<b>430</b>	<b>964</b>	<b>1095</b>	EBITDA/营业收入	23%	17%	25%	27%	26%
<b>资产负债表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	17%	10%	16%	20%	19%
货币资金	706	554	332	499	599	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	217	176	0	0	0	固定资产周转天数	198	213	217	169	155
应收帐款	654	811	944	1865	1510	流动营业资本周转天数	57	57	72	88	90
应收票据	0	0	0	0	0	流动资产周转天数	276	281	226	191	194
预付帐款	188	153	221	347	364	应收帐款周转天数	75	76	76	76	76
存货	724	791	770	1599	1363	存货周转天数	72	79	68	64	67
其他流动资产	184	237	237	237	237	总资产周转天数	709	762	676	485	443
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	438	471	456	343	305
持有至到期投资	0	0	0	0	0	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	105	166	166	166	166	ROE	7.8%	2.2%	11.3%	21.4%	21.1%
投资性房地产	29	27	27	27	27	ROA	3.8%	1.0%	5.4%	9.6%	12.0%
固定资产	1956	2136	2872	3365	3509	ROIC	8.2%	4.7%	11.1%	19.1%	18.1%
在建工程	542	1031	684	411	295	<b>费用率</b>					
无形资产	626	581	557	535	507	销售费用率	3.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.0%
其他非流动资产						管理费用率	10.3%	12.6%	12.0%	11.5%	10.2%
<b>资产总额</b>	<b>6866</b>	<b>7745</b>	<b>7861</b>	<b>10080</b>	<b>9601</b>	财务费用率	3.1%	4.0%	3.0%	2.0%	1.6%
短期债务	1556	1413	1906	2416	1909	三费/营业收入	17.3%	19.4%	17.5%	15.8%	13.8%
应付帐款	636	713	722	1314	1144	<b>偿债能力</b>					
应付票据	432	538	156	341	251	资产负债率	51.0%	55.2%	52.2%	55.0%	43.0%
其他流动负债						负债权益比	104.3%	123.0%	109.0%	122.1%	75.5%
长期借款	234	795	679	713	0	流动比率	0.89	0.87	0.82	1.02	1.08
其他非流动负债						速动比率	0.65	0.62	0.57	0.66	0.72
<b>负债总额</b>	<b>3505</b>	<b>4272</b>	<b>4101</b>	<b>5541</b>	<b>4129</b>	利息保障倍数	5.43	2.36	5.33	10.15	12.16
<b>少数股东权益</b>	<b>165</b>	<b>127</b>	<b>123</b>	<b>130</b>	<b>187</b>	<b>分红指标</b>					
股本	879	877	874	874	874	DPS(元)	-	-	0.07	0.22	0.25
留存收益	2291	2398	2763	3535	4410	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>3361</b>	<b>3474</b>	<b>3761</b>	<b>4539</b>	<b>5472</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.3%	1.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	261	78	430	964	1095	EPS(元)	0.3	0.1	0.5	1.1	1.3
加: 折旧和摊销	235	268	378	482	555	BVPS(元)	3.6	3.8	4.2	5.0	6.0
资产减值准备	51	179	0	0	0	PE(X)	53.2	120.5	33.5	15.0	13.2
公允价值变动损失	-43	-19	0	0	0	PB(X)	4.5	4.3	4.0	3.3	2.7
财务费用	107	111	123	131	127	P/FCF	90.7	-317.4	-54.7	41.6	55.0
投资收益	-25	-124	0	0	0	P/S	4.2	4.2	3.5	2.2	1.8
少数股东损益	-11	-42	-4	7	58	EV/EBITDA	12.0	19.0	15.9	9.4	7.5
营运资金的变动	-319	-153	-487	-1099	388	CAGR(%)	0.6	1.5	0.0	0.6	1.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>382</b>	<b>345</b>	<b>440</b>	<b>485</b>	<b>2223</b>	PEG	1.0	0.8	-81.6	0.3	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-52</b>	<b>-1004</b>	<b>-545</b>	<b>-665</b>	<b>-550</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-342</b>	<b>586</b>	<b>-117</b>	<b>347</b>	<b>-1573</b>	REP					

来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 股价来源于 2021 年 6 月 10 日



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。