

两次增发，公司业务面临新突破

诚志股份 (000990)
评级: 买入(首次)
股价: 16.25 元
目标价: 22.00
深度报告

2009 年 12 月 15 日

星期二

东海证券医药研究小组

袁舰波

021-50586660-8628

yjb@longone.com.cn

医药生物

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	2.97
流通股本(亿股)	2.62
总市值(亿元)	48.27
流通市值(亿元)	42.57

6 个月目标价位 22.00 元

升值潜力(%) 35.40

目标价确定日期: 09 年 12 月 14 日

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	29.79%	26.18%
3 个月	42.54%	33.42%
6 个月	17.75%	-2.63%

个股相对上证综指走势图

投资要点

- **经历生命科学和液晶材料两次增发，公司业务面临新突破。**
- **生命科学领域的突破点：**公司在生命科学领域的主要产品如氨基酸及 D-核糖，是消费升级产品，市场需求极为广阔，产能的大幅度提升以及对全球食品添加剂产业链的战略切入，可能成为公司跳跃性发展的巨大动力。
- **液晶材料领域的突破点：**国家《电子信息产业调整和振兴规划》将面板生产作为未来发展的重点任务，公司作为全球第三家掌握 TFT 混晶生产技术的企业，打破了德国默克和日本 CHISSO 的国际垄断，是新型显示面板生产的关键环节，在国际面板加工向中国转移的大背景下，必然面临更多的市场机遇。公司目前已具备 50 吨的 TFT 生产能力，后续 100 吨的产能建设也整装待发，面对超过 200 亿元且不断增长的 TFT 混晶市场，公司的增长前景将非常值得关注。目前公司与下游液晶面板生产企业的产品试验及谈判工作正在紧密进行，如成功获得订单，公司将面临新的飞跃。
- **盈利预测及估值：**我们预测公司 2009-2011 年预计实现每股收益分别为 0.09 元、0.40 元、0.93 元，对比公司 2008 年 0.10 元的每股收益，其三年的复合增长率为 110%。我们给予公司未来 6 个月每股 22 元的目标价，对应其 09-11 年 EPS 的市盈率分别为 242 倍、54 倍和 24 倍，首次给予“买入”评级。
- **风险提示**
 1. TFT 混晶材料目前正处于下游厂商的试验阶段，能否最终获得订单以及获得订单的进度可能会低于预期。
 2. 由于竞争加剧，未来 TFT 混晶材料的价格下降幅度可能超过我们的预期。
 3. 公司加入国际食品添加剂产业链的工作正在开展，能否获得国外大额加工订单以及订单数量仍存在不确定性。
- **股价催化剂**
 1. TFT 混晶材料的下游厂商完成测试，并开始小批量订货。
 2. 公司与国外食品添加剂巨头签订战略合作协议。

正文目录

1. 公司简况	4
2. 两次增发，公司业务面临新突破	6
3. 公司主要业务及面临的突破点	7
3.1 医药业务及其突破点	7
3.1.1 L-谷氨酰胺及其衍生物	7
3.1.2 D-核糖及其衍生物	8
3.1.3 L-精氨酸及L-瓜氨酸	9
3.1.4 突破性增长点	10
3.2 液晶材料业务及其突破点	10
3.2.1 液晶材料业务	11
3.2.2 液晶材料生产中面临的突破性机会	13
3.3 医疗服务	15
4. 财务指标分析	17
4.1 盈利能力	17
4.2 偿债能力	18
4.3 运营能力	19
4.4 成长能力	20
5. 盈利预测及估值	22
5.1 主要假设	22
5.2 财务预测表	22
5.3 敏感性分析	25
5.4 公司估值	26
6. 风险提示及股价催化剂	28
6.1 风险提示	28
6.2 股价催化剂	28

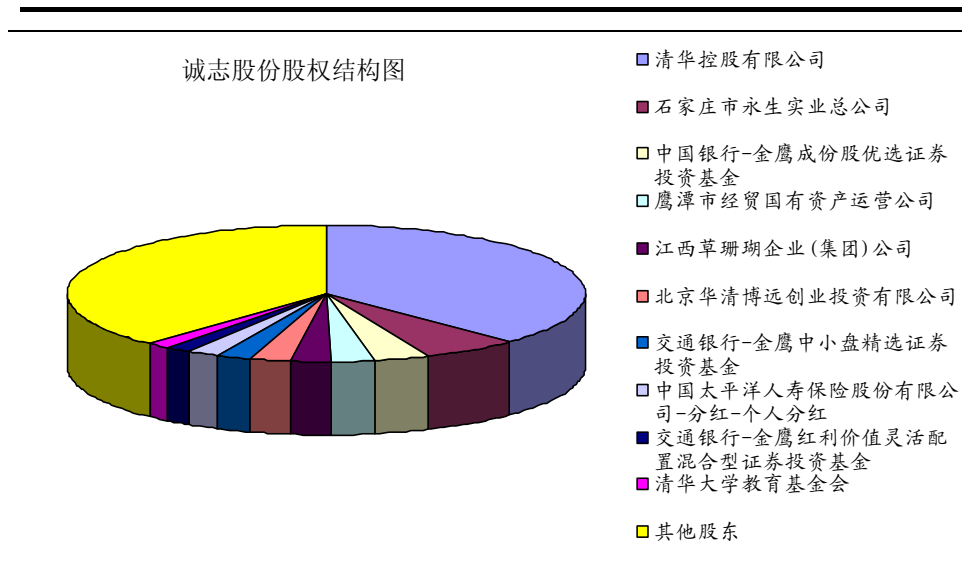
图表目录

图 1: 诚志股份股权结构图.....	4
图 2: 公司 2000 年主要业务毛利构成.....	4
图 3: 公司 2008 年主要业务毛利构成.....	5
图 4: 液晶材料市场结构.....	12
图 5: 混晶简要生产工艺.....	14
图 6: 诚志股份收入结构图.....	17
图 7: 诚志股份及可比企业 2008 年营运能力分析.....	20
图 8: 诚志股份历年收入及利润增长情况.....	20
表 1. 诚志股份 2008 年非公开增发募集资金投资项目.....	6
表 2. 永生华清和开发区永生华清模拟合并利润表简表.....	6
表 3. 2007 年国内外主要液晶材料厂家供应量具体情况.....	12
表 4. 诚志股份 2004-2008 年盈利能力简表.....	17
表 5. 诚志股份及可比公司盈利能力分析.....	18
表 6. 诚志股份 2004-2008 年偿债能力简表.....	18
表 7. 诚志股份及可比公司偿债能力分析.....	19
表 8. 诚志股份运营能力简表.....	19
表 9. 诚志股份及可比公司盈利能力分析.....	21
表 10. 盈利预测及市场重要数据.....	22
表 11. 利润表.....	23
表 12. 资产负债表.....	24
表 13. 现金流量表.....	25
表 14. 公司在不同预期下的盈利预测.....	26
表 15. 公司不同业务划分的盈利预测.....	26
表 16. 部分新材料上市公司估值.....	26
表 17. 部分原料药上市公司估值.....	27

1. 公司简况

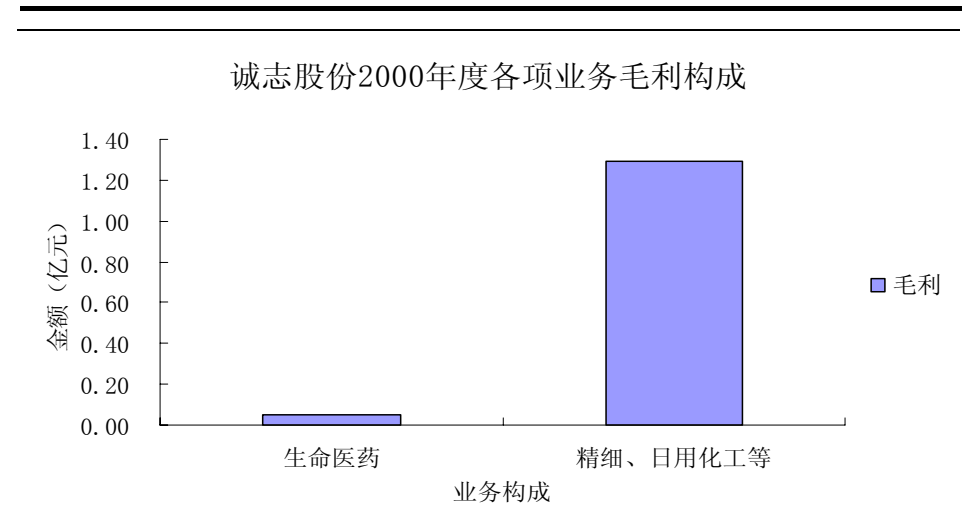
公司系清华大学控股的上市公司，自 2000 年上市后，经过不断的拓展，目前已经从日用化工企业成功转型为以医药（生命科学）、医疗服务和液晶材料为主业的高科技企业。

图 1：诚志股份股权结构图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

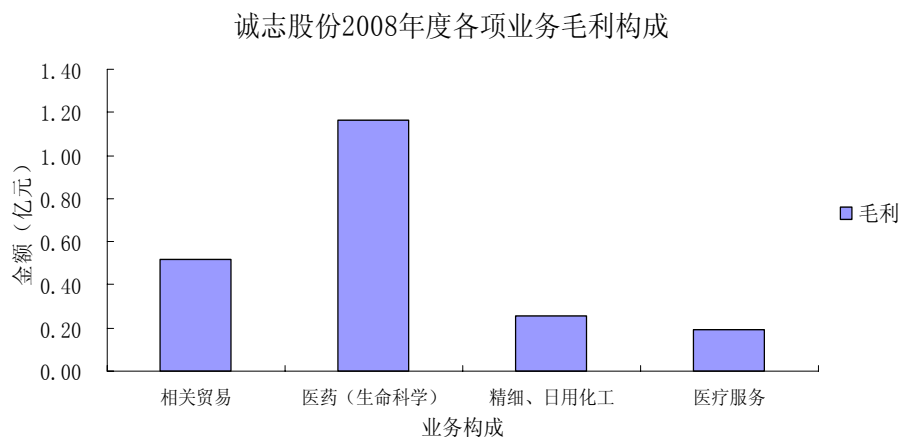
图 2：公司 2000 年主要业务毛利构成



资料来源：公司年报，东海证券研究所

从图 2 可以看出，公司上市之初，主要业务都集中在精细、日化产品，医药只占到很小一部分比重。

图 3: 公司 2008 年主要业务毛利构成



资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

从图 3 可以看出, 公司在 08 年的时候, 主营业务已经发生根本性转变, 医药(生命科学)和相关贸易以及医疗服务已在公司主营中占据绝对优势。

2. 两次增发，公司业务面临新突破

2008 年 5 月，为了扩大 L-谷氨酰胺和 D-核糖等医药中间体产品的产能，公司以每股 11.06 元的价格，向包括控股股东清华控股在内的机构定向增发了 2800 万股，募集资金 3.09 亿。此次增发后，公司在医药中间体方面的产能获得大幅度提升，业务面临全新拓展空间。

表1. 诚志股份 2008 年非公开增发募集资金投资项目

序号	项目名称	预计投资金额（万元）	备注
1	对山东诚志菱花生物工程公司增资	9,000	扩建项目
2	对江西诚志生物工程公司增资	9,500	扩建项目
3	对诚志生命科技有限公司增资	12,000	新建项目
合计		30,500	

资料来源: 公司增发公告

2008 年 11 月，公司决定以 12.82 元的价格，再次向清华控股和永生实业分别增发 920 万股和 1780 万股，收购其持有的世界第三大液晶材料生产商永生华清和开发区永生华清 100%的股权。2009 年 6 月该增发项目实施完成，液晶材料已成为公司继医药和医疗服务后的第三主业。

表2. 永生华清和开发区永生华清模拟合并利润表简表

项 目	2008年1-6月	2007年度	2006年度
营业总收入(万元)	8,071.70	16,343.36	18,203.98
营业利润(万元)	1,994.90	4,036.12	9,912.64
利润总额(万元)	1,934.03	4,057.02	9,754.72
净利润(万元)	1,453.93	3,964.51	9,303.62
归属于母公司所有者的净利润(万元)	1,453.93	3,964.51	9,303.62

资料来源: 公司增发公告

经历了十多年的发展，公司的主营业务愈发清晰，竞争战略也更加明确，08、09 年的两次重大的增发项目更使得公司在生命科学和液晶材料领域的竞争力大大提升，目前二者均正面临着业务上取得巨大突破的可能，公司的整体经营已进入了一个全新的发展阶段。

3. 公司主要业务及面临的突破点

3.1 医药业务及其突破点

公司发展战略是“医药化工与医疗服务，在生命健康领域凝聚核心能力”，医药业务是公司战略中的重要一环。

依托清华大学的技术优势，经过几年的发展，公司医药业务已初步形成了以发酵工艺为特点，以氨基酸类医药中间体为主导产品的生产体系，经过不断拓展，已在市场上产生了一定的技术和品牌优势。目前，公司已成为国内 L-谷氨酰胺和 D-核糖两大产品的最大供应商，在国际市场上也拥有较强的影响力。

3.1.1 L-谷氨酰胺及其衍生物

A、L-谷氨酰胺

L-谷氨酰胺是人体最普遍、不可缺乏的必需氨基酸，占人体氨基酸总量的60%。

L-谷氨酰胺的产品市场可以依据目前的产品用途进行细分，主要划分为药品、营养保健品、添加剂三大细分市场，分别占有 23%、33%、44%的市场份额。

目前，国内外 L-谷氨酰胺的市场年需求规模已达 7000 吨，其中超过 85%是国际市场的需求，预计在未来 5 年内，国内外市场对 L-谷氨酰胺产品的需求量将超过 15,000 吨。

发酵法生产氨基酸属于生命科学领域的一个高新技术行业，也是一个相对新兴的细分行业，是世界各国极为重视且优先发展的产业。利用生物发酵法生产 L-谷氨酰胺，具有批量大、成本低、质量好、无不良异味（如刺鼻的氨味）等优点，但由于发酵法生产 L-谷氨酰胺的技术被几个公司掌握与垄断，行业进入壁垒较高，近几年的供给呈缓慢增长状态，目前供给量约 6,000 吨，供求缺口较大。

公司是少数具备发酵法生产 L-谷氨酰胺能力的企业，而且其发酵产率、提取精制收率均达到国际先进水平，产品质量达到并超过美国 FCC4 标准，精烘包系统符合 GMP 要求，还可提供药用级产品。

目前，L-谷氨酰胺的市场价格大约在 7.8-9.8 万元/吨，公司 L-谷氨酰胺预计年销售 700 吨，增发后 L-谷氨酰胺产能将增加到 2000 吨/年，且生产成本将大大降低，产品竞争力进一步增强。

B、L-谷氨酰胺的衍生物

L-茶氨酸:

L-茶氨酸 (L-Theanine) 是人们常喝的绿茶、红茶或乌龙茶中所含的一种特殊氨基酸。

茶氨酸具有天然镇静剂之美誉, 对于治疗抑郁症有较好的效果。目前抑郁症发病率高达 1.5%, 全球至少有 1 亿多人患有不同程度的抑郁症。

临床发现, 尽管采用西药治疗抑郁症能够有效控制症状, 但由此造成的嗜睡、视物模糊、高血压等副作用却十分明显。而用茶氨酸制成的药物则可避免这些副作用。另外, 最新研究表明, 茶氨酸还有增强免疫能力、降血压、协助抗癌等药理作用。

除药品需求外, 茶氨酸在食品添加剂领域的需求也增长迅速, 继欧洲以后, 美国于 2000 年正式批准茶氨酸进入该国市场并将其归入 GRAS 级 (最安全级别) 食品添加剂, 距估计, 仅在美国一地茶氨酸产品的年销售额已达 2-3 亿美元。

从供给的角度分析, 茶氨酸主要有三种生产工艺, 一是从茶叶中提取, 由于茶叶中含量较低, 大规模的生产受原材料限制, 且产品的纯度低, 一般只有 20-30%, 我国目前大部分的生产能力属于此类工艺; 二是化学法合成, 具有纯度较高, 成本低的优点, 但只能用于药物, 不能用于食品添加剂; 三是生物发酵法, 纯度最高, 在 98% 以上, 目前市场主要由日本太阳化学公司垄断。

公司生产 L-茶氨酸是采用以 L-谷氨酰胺 (3 吨 L-谷氨酰胺生产 1 吨 L-茶氨酸) 为底物的生物发酵法, 成本很低, 转化率很高, 纯度可达 99.9% 左右。基于茶氨酸迅速拓展的市场需求和公司在该产品的生产技术上所具备的成本和技术优势, 我们认为其发展前景值得关注。

丙谷二肽:

丙谷二肽作为肠外营养药物, 可用于提高患者细胞免疫功能, 有效降低危重患者的感染风险, 尤其对严重感染、恶性肿瘤等危重病人的治疗和恢复有重要作用。丙谷二肽原料药既可以单独作为药物使用, 也可以同其它氨基酸复配, 还可开发保健品、抗疲劳药物等。

由于国外针对丙谷二肽合成技术采取全面技术封锁, 我国长期以来使用的丙谷二肽全部采用进口。2004 年以后, 我国开始有能力生产丙谷二肽, 但供应量仍然严重不足。目前纯度 99% 以上级别的丙谷二肽单价约 800 元/公斤, 公司预计产能为 10 吨。

3.1.2 D-核糖及其衍生物

D-核糖是生物体内遗传物质——核酸的重要组成物质, 在核苷类物质、蛋

白质、脂肪代谢中处于枢纽位置，具有重要的生理功能，在医药及医药中间体、医疗保健、运动营养等领域具有广阔的应用前景。

D-核糖国际市场的需求量从 2001 年的 1000 吨增长到 2006 年的 2500 吨，从 2004 年开始，D-核糖呈现出迅速增长的态势，预计到 09 年全球对 D-核糖的年需求量将达到 8000 吨。

在从供给方面看，由于发酵法生产 D-核糖项目技术含量高，目前只有几家公司掌握与垄断，行业进入壁垒很高，既要掌握优良菌种又要掌握良好的工艺才能进入该领域。2006 年，D-核糖国际市场的供给量为 2,000 吨，预计在 09 年全球 D-核糖的年供给量预期只有约 4,500 吨。

在 D-核糖的生产方面，公司拥有专利技术，具有发酵时间短、收率高的特点。“发酵法生产 D-核糖”是由公司自主研发，并完成了中试和成果转化的高新技术项目，在国内率先建立了基于生物发酵技术和直接提纯、一步结晶的工艺技术路线，发酵水平 6.5%以上，一步结晶总收率平均达到 55%以上，达到了国际先进水平。

公司在生产基础的 D-核糖产品的同时，还积极研发了具备高附加值的 D-核糖衍生物，如 2-脱氧核糖（2.5 吨 D-核糖生产 1 吨）等产品，可以为客户提供组套产品，从而在市场拓展中更具优势。

公司目前拥有 D-核糖产能为 50 吨/年，增发后将扩大 D-核糖产能，建成后达到年产 600 吨 D-核糖、50 吨 D-核糖衍生产品的规模，随着生产能力的提升，生产成本也将得到较大的降低。

目前 D-核糖 99%的价格大约 220-300 元/公斤，2-脱氧核糖则远高于 D-核糖。

3.1.3 L-精氨酸及 L-瓜氨酸

L-精氨酸是一种用于肌肉生长和组织修复的氨基酸，是合成或配制医药、保健品、化妆品、食品、香料的重要原料。L-瓜氨酸则在扩张血管，加速血液循环方面有显著功效，是食品和医药的重要原料。

近几年 L-精氨酸和 L-瓜氨酸的需求量增长很快，国内外 L-精氨酸、L-瓜氨酸的年需求量已分别达到 13000 吨和 680 吨，而且呈现迅速增长的趋势，产品的消费主要集中在欧美日等发达国家。

尽管国内 L-精氨酸、L-瓜氨酸的需求量绝对水平并不高，但增长速度也非常快。我国 2001 年 L-精氨酸和 L-瓜氨酸的年需求量分别约为 260 吨和 89 吨，2006 猛增至 1600 吨和 247 吨，预期 2011 年仅我国对 L-精氨酸和 L-瓜氨酸的需求量就将分别达到 3,700 吨和 1,800 吨。

从供给的情况看，同期国内 L-精氨酸和 L-瓜氨酸的供给量则分别从 2001

年的 100 吨和 52 吨增加到 2006 年的 1160 吨和 194 吨, 供给增长速度明显低于需求增长, 产能依然紧张。

目前 L-精氨酸和 L-瓜氨酸的市场价格约在 7-8 万元/吨和 15 万元/吨, 公司增发后, 将新建年产 1,000 吨 L-精氨酸和 100 吨 L-瓜氨酸的项目, 建成后将为公司带来明显的经济效益。

3.1.4 突破性增长点

通过上述分析, 我们认为公司目前在生命科学领域的主要产品如氨基酸及 D-核糖, 都属于消费升级产品, 市场需求极为广阔。增发后, 公司的产能将得到大幅度提升, 为公司在上述领域的阶梯式发展, 奠定坚实的产能基础。

然而, 公司在生命科学领域正面临的突破性进展并非仅仅因为产能的扩张, 更重要的是公司业务模式的巨变所带来的潜在收益。

公司现有产品以前的市场主要集中在医药中间体领域, 不过就产品本身而言, 其在食品添加剂领域的市场前景将更加广阔。

公司很早就开始介入这一市场, 并从战略角度出发, 提前布局。

公司在食品添加剂领域的拓展战略是通过承接跨国食品添加剂巨头在中国区的粗品采购和精制提纯及混配业务, 以期成为全球食品、饮料生产链的重要一环。

目前, 公司与相关企业的谈判正在进行, 我们认为, 公司在食品添加剂领域所可能取得的突破具有阶段性和跳跃性的特点, 一旦获得目标企业的大额订单, 并成功进入食品添加剂的国际分工环节, 将大大提升公司的经营业绩和内在价值。

3.2 液晶材料业务及其突破点

液晶显示产业是二十一世纪信息社会重要的产业领域之一, 近年来, 国家和各级政府部门对液晶显示产业非常重视, 先后出台了一系列的文件, 在政策和资金等方面给予相关产业大力支持。

2004 年, 国家发改委、科技部和商务部联合发布《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》, 将高性能液晶材料列为高技术产业化重点领域之一。

2005 年, 国家发改委办公厅《关于组织实施软件等信息产业关键技术产业化专项的通知》将 TFT-LCD 用液晶材料作为重点支持的项目之一。

2006 年, 原信息产业部发布《信息产业科技发展“十一五”规划和 2020 年中长期规划纲要》, 将液晶显示技术列为发展的重点技术之一。

2007 年, 河北省人民政府发布《河北省信息产业“十一五”发展规划》, 将做强液晶显示 (LCD) 等四条产业链、推动液晶材料的升级换代作为主要任务之

一，并将“加快 STN-LCD 向 TFT-LCD 的升级改造”、发展壮大液晶材料等优势产品、发展高档液晶材料等作为发展重点之一。

2007 年，国家发改委办公厅在《关于同意有关新型平板显示器件产业化项目开展下一步工作的复函》文件中提出，“以完善新型平板显示器产业链为目标，着力提高自主创新能力，为形成我国自主的平板显示器件产业可持续发展能力奠定坚实基础”，将“关键配套材料实现部分国内配套”作为专项目标之一，并给予一定的资金支持。永生华清的“TFT-LCD 用液晶高新技术产业化示范工程”被列入上述产业化项目并获得了资金支持。

2009 年 4 月，国家发布了《电子信息产业调整和振兴规划》，将“突破集成电路、新型显示器件、软件等核心产业的关键技术”作为三大主要任务之一，并明确提出“充分利用全球产业资源，重点加强海峡两岸产业合作，努力在新型显示面板生产、整机模组一体化设计、玻璃基板制造等领域实现关键技术突破”。

根据资料显示，目前国际面板加工正迅速向国内集中，京东方、龙腾光电、中电熊猫等公司已建及在建的面板产能，两三年后的年 TFT 混晶需求量就将超过 200 吨，达到现有 TFT 混晶产能的一半左右。公司作为全球第三家掌握 TFT 混晶生产技术的企业，打破了德国默克和日本 CHISSO 的国际垄断，在国际面板加工向中国转移的大背景下，必然面临更多的市场机遇。

3.2.1 混晶材料业务

液晶材料业务液晶材料大致可以分为 TN、STN 和 TFT 三代，由于其技术要求很高，全球液晶材料的生产非常集中。从总的混晶材料市场结构看，公司全资子公司开发区永生华清以 26.8 吨和 7.31% 的市场占有率名列全球第三大液晶材料生产商。液晶材料市场的第一和第二名分别是德国的 MERCK 和日本的 CHISSO，分别占到全球混晶材料产量的 56.98% 和 27.54%。

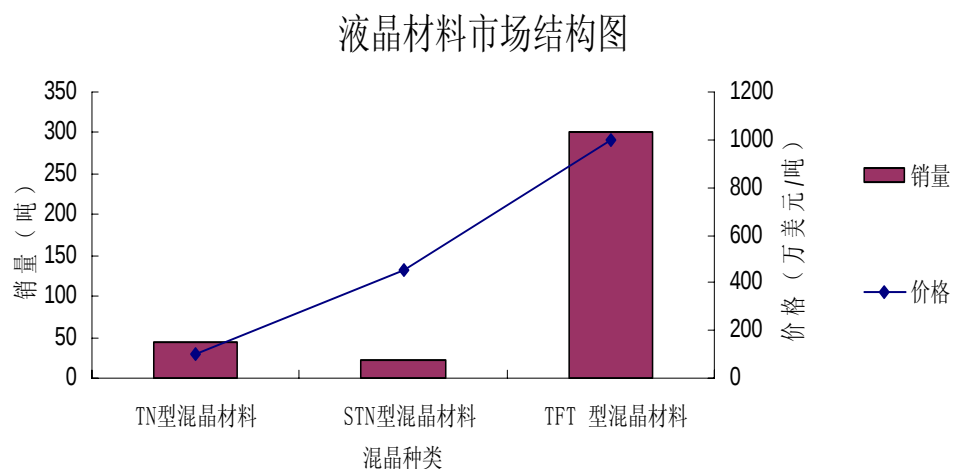
表3. 2007 年国内外主要液晶材料厂家供应量具体情况

公司名称	TN 型混晶材料		STN 型混晶材料		TFT 型混晶材料		混晶材料合计	
	销量 (吨)	市场占 有率	销量 (吨)	市场占 有率	销量 (吨)	市场占 有率	销量 (吨)	市场占 有率
MERCK	3	6.74%	6	27.15%	200	66.62%	209	56.98%
CHISSO	1	2.25%	-	-	100	33.31%	101	27.54%
开发区永 生华清	24	53.93%	2.6	11.76%	0.2	0.07%	26.8	7.31%
DIC	2.5	5.62%	12	54.30%	-	-	14.5	3.95%
清华亚王	6	13.48%			-	-	6	1.64%
ADK	4.5	10.11%	0.5	2.26%	-	-	5	1.36%
江苏和成	1.5	3.37%	0.5	2.26%	-	-	2	0.55%
烟台显华	1.5	3.37%	0.5	2.26%	-	-	2	0.55%
其它	0.5	1.12%			-	-	0.5	0.14%
合计	44.5	100.00%	22.1	100.00%	300.2	100.00%	366.8	100.00%

资料来源：公司增发公告

目前，全球液晶材料的价值链主要集中在高端市场，TFT 型混晶不仅销售量远超过 TN 和 STN 型混晶，而且其价格也远远在其之上。从 2007 年的价格看，TN 和 STN 型的混晶价格分别是 1 美元/克和 4.5 美元/克，而 TFT 型液晶的价格则从 6-8 美元/克一直到数十美元/克。进入 2008 年，受全球金融和经济危机的影响，TN 和 STN 型混晶的价格更是一路走低，但 TFT 型混晶的价格仍保持着相对稳定。

图 4：液晶材料市场结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

出现上述这种情况的原因主要有两个方面，一个供给方的竞争格局，二是需

求方的需求特点。

从供给方的竞争格局分析，目前中低端的 TN 和 STN 型混晶生产企业相对比较多，其价格比较难控制，而高端产品 TFT 型混晶则几乎 100%被 MERCK 和 CHISSO 垄断，这是构成其价格比较稳定的重要原因。

从需求方的特点分析，目前高端的 TFT 型混晶主要用于液晶电视、笔记本电脑面板等高端产品的生产，价格弹性相对比较小。一方面由于 TFT-LCD 在众多的平板显示器竞争中脱颖而出，面板销量年年攀升；另一方面 TFT 混晶只占到面板成本很小的一部分，大约在 4-5%之间，但面板对其稳定性和安全性的要求则非常高，因此在经济向上和需求旺盛的情况下，下游企业对 TFT 混晶的价格敏感度并不高。

3.2.2 混晶材料生产中面临的突破性机会

目前，高端 TFT 混晶的全球市场年销售大约在 200 亿元左右，之所以被德国 MERCK 和日本 CHISSO 两家公司所完全垄断，其他企业一直难以进入的原因主要有三：

一是高端混晶的技术难度高，二是产业化难度大，三是下游订单获取不易。

下面我们将分别从上述三个方面对公司在 TFT 混晶材料生产中面临的突破性机会进行分析。

1、技术——公司已攻克难关。

从混晶的生产工艺看，可简要分为中间体合成、液晶单晶和混晶生产等三个步骤。

前端的中间体合成和液晶单晶的生产工艺附加值较低，技术相对简单，国内已经有少数厂家掌握了相关的生产技术，这不是 TFT 混晶生产的壁垒所在。

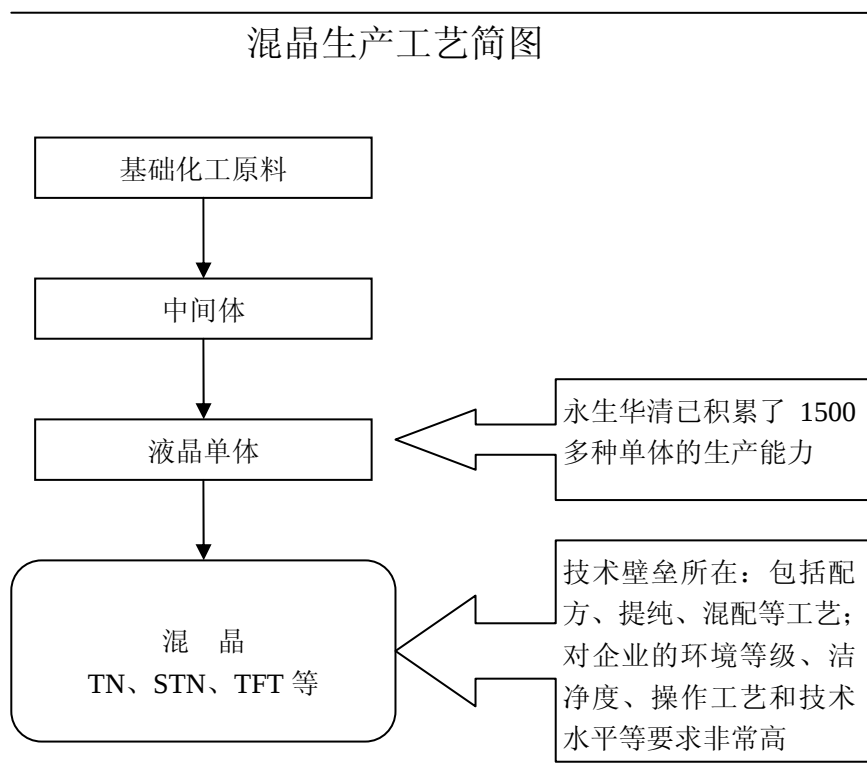
TFT 混晶的生产壁垒主要在第三步，包括配方、提纯、混配等工艺，对环境等级、洁净度、厂房设施、车间硬件、配方水平、操作工艺以及技术人才和技术储备等要求都非常高。如配方，不同的液晶面板生产企业对 TFT 混晶的各种物理指标要求是不一样的，因此，必须针对下游厂商的生产线特点对 TFT 混晶的配方进行单独调配，这对公司在混晶领域的经验积累要求非常高。

TFT 混晶主要分为 TN-TFT, VA-TFT 和 IPS-TFT 三大类型。IPS 型主要是东芝等少数企业采用，占总 TFT 混晶市场份额的 5%左右；目前市场上主要采用的 TFT 混晶为 TN 和 VA 型，各自占比大约为 1/3 和 2/3，TN 型主要用于中小尺寸面板生产，而 VA 型则主要用于 32 寸以上面板生产。

经过数十年的技术积累，开发区永生华清已经完全掌握 TN-TFT 混晶的核心技术，每年公司均有数百公斤的 TN-TFT 混晶上市销售，在 VA-TFT 混晶上面，公司也具备技术储备，但目前尚未有产品面世。因此，从技术的角度分析，公司已

攻克了制备混晶的难关。

图 5: 混晶简要生产工艺



资料来源：东海证券研究所

2、生产能力——50 吨 TFT 产能已验收,未来有新增 100 吨 TFT 产能的计划。

从混晶的生产工艺看，前端的中间体合成和液晶单晶的生产工艺附加值较低，且开发区华清已经在上述领域积累了相当丰富的生产经验，不是 TFT 混晶生产的壁垒所在。

TFT 混晶的生产壁垒在第三步，包括配方、提纯、混配等工艺，对企业的环境等级、洁净度、厂房设施、车间硬件、配方水平、操作工艺以及技术人才和技术储备等要求都非常高。如配方，不同的液晶面板生产企业对 TFT 混晶的各种物理指标要求是不一样的，因此，必须针对下游厂商的生产线特点对 TFT 混晶的配方进行单独调配。

由于开发区永生华清已在 TN 和 STN 领域研发多年，人才众多，具备了丰富的生产经验，并掌握了上百种混晶的配方，能够满足不同工作参数的液晶的需求。经过多年的努力，该公司现已克服了 TFT 的技术难度，成功生产出了合格的 TFT 混晶。目前公司 50 吨（单班 20 吨，多班 50 吨）的 TFT 生产能力已验收。目前，公司还拿到了 100 亩土地的使用权，可根据 TFT 混晶

市场的订单获取情况，适时新增 100 吨的 TFT 生产能力。

3、TFT 订单获取问题——经济危机成为公司 TFT 订单突破的最佳契机。

订单获取能力是公司面临的重要难关。如前所述，由于液晶面板对 TFT 混晶质量稳定性和安全性的要求非常高，且 TFT 混晶在液晶面板中的成本相对又比较小，而液晶面板生产厂商的数量又比较少、生产投资大、原料成本高，对上游厂商的持续供货能力、响应能力、质量水平要求非常高，不会轻易给予新供应商试验、试错的机会，故新的供应商很难顺利过渡到量产期，从而获得面板商的认可。

本轮经济危机使得液晶面板生产企业间的竞争更加激烈，在需求下降和价格降低的双重打击下，各大液晶面板生产企业均面临非常大的成本压力，从而使得以前不被重视的 TFT 混晶价格也开始备受关注，这给予了永生华清非常好的发展契机。据悉，已经有相关的液晶面板生产企业正在试用该公司生产的 TFT 混晶，其实验室的检测已接近尾声。目前，该公司也正在同相关企业进行商业谈判，如进展顺利，预计在明年年初会获得 TFT 的订单。

一条 5 代的液晶面板生产线每年对 TFT 混晶的需求是 5 吨，一条 8 代的生产线每年对 TFT 混晶的需求是 10 吨。一般而言，在正常生产后，每条生产线一年内只会使用一个厂家的 TFT 混晶，这就使得开发区永生华清的 TFT 销售方面与公司在食品添加剂领域所可能面临的突破性增长一样，具备阶段性、跳跃式的特点。

除此以外，该公司还积极提供 MERCK 等大公司无法提供的更柔性化的服务如协助客户回收并提纯液晶等措施，以期在 TFT 订单获取方面取得更大的进展。

3.3 医疗服务

医疗服务领域是中国医药卫生领域所剩无几的未被市场化的土地，基于中国庞大的人口基数、老年化趋势以及稳步发展的经济水平，未来医疗产业的需求将非常广阔。

基于医疗需求多元化的要求，未来，在部分医疗领域里面逐步实行市场化，应是我国医疗服务产业发展的趋势。因此，我们相信，中国医疗服务产业未来将成为一个巨大的市场，值得深度投入。

目前，公司在医疗服务领域的实体是拥有 60% 股权的丹东市第一医院。公司接手该医院后，对该医院进行了扩建，依托清华医学院的专家网络资源、技术条件以及公司先进的管理理念，医院的经济效益发生了质的飞跃。

06 年该院营业收入约 6000 万元，08 年快速增长到 1.1 亿元，从今年上

半年的情况看，医院业务同比又保持了 45%以上的增长，预计全年收入将超过 1.6 亿元。

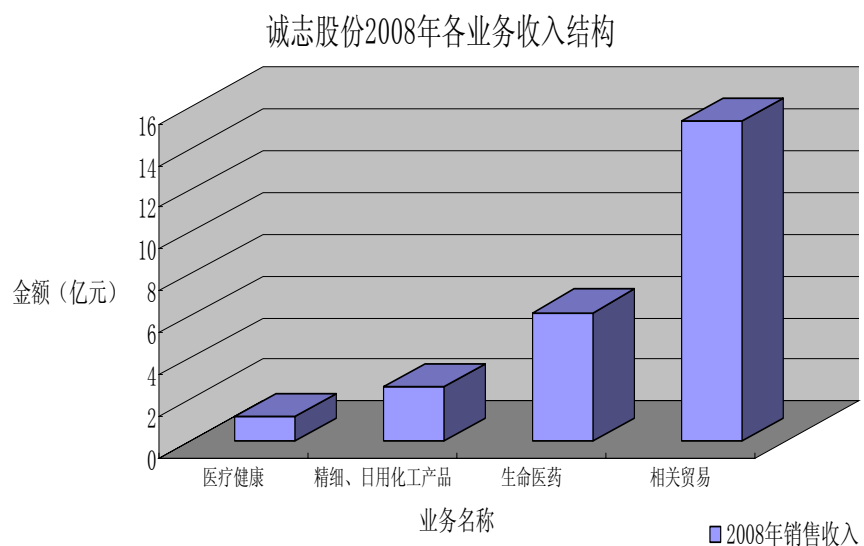
医疗服务具备非常好的现金流，同时也是药品和医疗器械等产业的最终终端，未来具备极大的增长潜力。公司在医疗服务领域的投入是战略性、方向性的举措，未来将加大在该领域的投入，逐步将更多的医院实体纳入公司的管理体系，并最终以此为平台整合相关的医药产业资源。

4. 财务指标分析

近年来，公司主营收入以贸易为主，而主业则一直处于日用化工到医药产业的转型之中，由于医药中间体业务的盈利能力尚需进一步提升，从而使公司的整体财务状况仍有较大的改善空间，这也是公司 08、09 年两次大规模增发，以期彻底改善公司整体经营环境的重要因素。

4.1 盈利能力

图 6：诚志股份收入结构图



资料来源：公司年报，东海证券研究所

表4. 诚志股份 2004-2008 年盈利能力简表

年 度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
净资产收益率 (%)	6.11	5.91	5.75	5.62	2.23
总资产净利率 (%)	3.16	2.7	2.52	2.2	0.93
销售净利率 (%)	4.62	3.45	3.7	2.51	0.94
销售毛利率 (%)	18.9	14.23	13.46	9.45	8.45
销售费用率 (%)	4.12	2.34	1.36	1.09	0.98
管理费用率 (%)	6.15	5.37	4.95	3.21	2.88
财务费用率 (%)	2.36	2.39	2.89	2.5	2.79

资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

表5. 诚志股份及可比公司盈利能力分析

代码	简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 (%)
600826	兰生股份	3.64	0.45	0.72
000990	诚志股份	8.45	1.09	2.51
600488	天药股份	22.77	5.73	3.47
002099	海翔药业	13.05	2.41	4.75
002019	鑫富药业	42.06	8.59	7.39
600822	上海物贸	1.37	0.22	9.28
600755	厦门国贸	7.33	1.59	9.69
000952	广济药业	40.33	17.27	13.50
600267	海正药业	28.22	6.14	13.65
000597	东北制药	34.24	7.76	32.14
600216	浙江医药	44.57	25.86	72.96
002001	新和成	64.72	41.48	95.41

资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

备注: 1、由于公司现在的主营业务比较分散, 主要为贸易和医药中间体, 上市公司中缺乏业务结构完全相同的公司进行比较, 我们分别选取了以贸易和原料药为主业的部分公司进行比较。2、数据取自 2008 年年报。下同

从图 6 可知, 公司的主要收入以贸易和生命医药 (主要是医药中间体) 为主, 由于贸易业务的特性决定了其毛利率和净利率都比较低。

从表 4 可以看出, 近几年净资产收益率和总资产收益率略有下滑, 其中 08 年出现比较大的下降, 主要原因在于 08 年增发后, 新建项目尚未盈利。公司销售毛利率和净利率下滑的原因在于, 公司相关贸易的收入增长较大。从期间费用的情况看, 财务费用率居高不下是影响公司盈利能力的重要因素。到 2008 年, 公司财务费用已是利润总额的 2.2 倍, 严重制约了公司的盈利能力。

从表 5 可知, 在可比公司中, 公司的盈利能力介于贸易和原料药企业之间, 这与公司的主营业务构成基本吻合。

4.2 偿债能力

表6. 诚志股份 2004-2008 年偿债能力简表

年 度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
流动比率	1.21	1.18	1.02	0.99	1.12
速动比率	0.96	1	0.89	0.87	1.04
保守速动比率	0.8	0.83	0.74	0.73	0.8
产权比率	0.92	1.11	1.4	1.37	1.22

资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

表7. 诚志股份及可比公司偿债能力分析

代码	简称	流动比率（倍）	速动比率（倍）	产权比率（%）
600826	兰生股份	1.37	1.14	0.46
000952	广济药业	1.50	1.24	0.47
002019	鑫富药业	1.00	0.60	0.50
600488	天药股份	1.02	0.40	0.73
600216	浙江医药	1.42	1.03	0.81
002099	海翔药业	1.25	0.69	0.85
002001	新和成	1.78	1.19	0.97
000990	诚志股份	1.12	1.04	1.22
000597	东北制药	1.05	0.77	1.61
600267	海正药业	0.82	0.54	1.70
600755	厦门国贸	1.23	0.99	2.25
600822	上海物贸	1.03	0.61	4.85

资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

从表 6、表 7 可知，诚志股份近年来各项偿债能力指标比较稳定，且与可比企业相比处于中间位置，说明其偿债能力尚处于正常状态，但公司 2008 年底接近 10 亿元的短期借款仍使得公司面临较大的还款压力。

4.3 运营能力

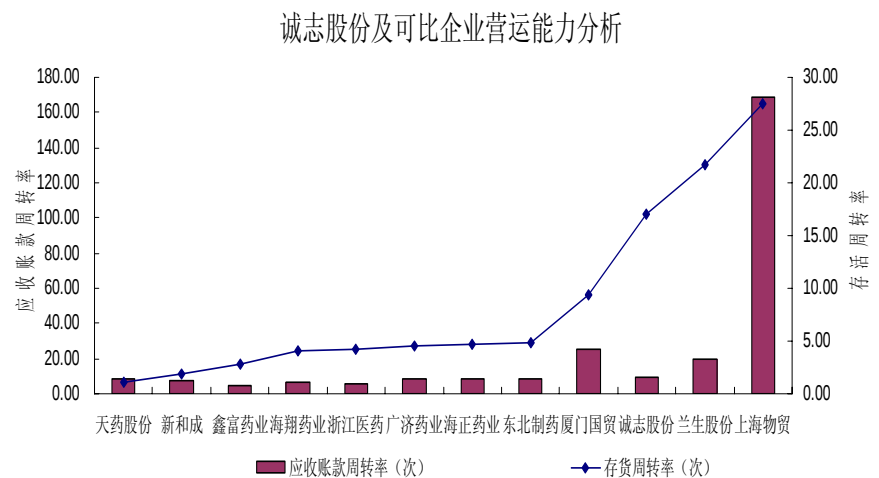
表8. 诚志股份运营能力简表

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业周期(天)	132.15	99.81	98.98	73.09	61.01
存货周转天数(天)	77.88	50.06	45.11	29.34	21.18
应收账款周转天数(天)	54.27	49.75	53.87	43.75	39.83
存货周转率(次)	4.62	7.19	7.98	12.27	17
应收账款周转率(次)	6.63	7.24	6.68	8.23	9.04
流动资产周转率(次)	1.36	1.49	1.28	1.69	1.78
固定资产周转率(次)	2.41	2.6	2.68	4.11	4.65
总资产周转率(次)	0.68	0.78	0.68	0.88	0.98

资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

从表 8 可知，诚志股份近年来应收账款周转率等均有较大幅度的提升，显示公司运营能力稳步提升，从图 6 也可以看出，公司与可比企业相比其各项运营能力指标也处于中等偏上水平。

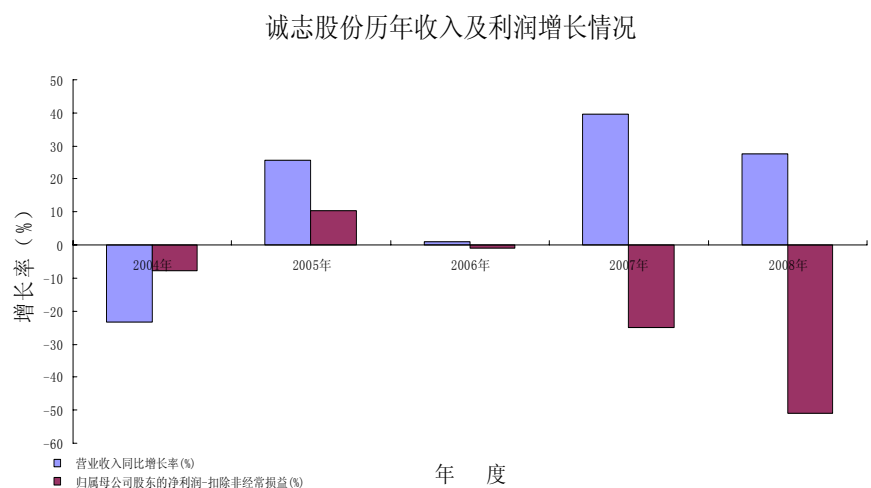
图 7：诚志股份及可比企业 2008 年营运能力分析



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

4.4 成长能力

图 8：诚志股份历年收入及利润增长情况



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

从表 8 可知，诚志股份近年来收入增长较快，但净利润同比持续下降，从表 9 也可以看出，公司与可比企业相比，也存在着收入增长不错，但净利润增长落后于行业的特点，说明公司现有业务的成长性急需改善。

表9. 诚志股份及可比公司盈利能力分析

证券简称	营业收入同比增长率			扣除非经常损益后归属母公司股东的净利润同比增长率		
	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年
浙江医药	17.8253	-0.5304	70.2728	-18.8782	-60.7	4134.03
新和成	28.0859	8.5907	89.5995	-53.202	129.63	1771.16
东北制药	14.2312	76.99	24.3843	260.2054	9.56	1000.28
天药股份	-8.1791	15.1043	25.4565	-44.9781	-37.28	91.31
海正药业	21.2835	22.8104	12.09	-29.2761	72.33	34.14
海翔药业	21.2488	23.5621	2.7162	-6.1718	-50.74	14.6
上海物贸	40.3954	9.843	9.6035	105.4714	-12.01	-5.72
厦门国贸	10.9686	16.8334	-3.7454	20.0464	34.92	-6.42
诚志股份	0.8813	39.5333	27.4477	-0.9678	-24.93	-50.87
广济药业	14.264	101.1579	-28.0689	92.005	781.49	-51.02
鑫富药业	29.2132	119.7598	-37.2438	-89.9647	2591.23	-80.16
兰生股份	3.8992	-5.4525	1.1186	39.5339	131.19	-212.29

资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 主要假设

- 1、公司现有业务的销售收入每年保持 15% 增长，由于净利率的下降，整体盈利能力与 09 年基本持平。
- 2、TFT 混晶材料在 2010 年上半年获得部分目标公司小额订单（按 4 吨估算），2011 年开始获得整条生产线的采购订单（按 20 吨估算）。
- 3、TFT 混晶在 2010 年和 2011 年的采购价格预计比现行市场价格低 30-50%，销售净利率按 40% 估算。
- 4、人民币兑换美元的汇率按 6.8 计算。
- 5、医药中间体新增国外订单从 2010 年起开始获得，逐年增加，预计 2010-2011 年分别为 5 亿元和 8 亿元，销售净利率按 5% 估算。

5.2 财务预测表

表10. 盈利预测及市场重要数据

年 度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	197481	251685	296988	389029	487164
增长率	39.5%	27.4%	18.0%	31.0%	25.2%
营业利润(万元)	5163	2457	3081	12958	30192
增长率	-15.0%	-52.4%	25.4%	320.6%	133.0%
净利润(万元)	5099	2749	2737	11900	27727
增长率	0.1%	--	-0.4%	334.8%	133.0%
每股净资产(元)	3.75	4.57	4.63	4.89	5.51
每股收益(元)	0.21	0.10	0.09	0.40	0.93
市盈率(P/E)	68.6	58.4	173.6	39.9	17.1
市净率(P/B)	3.9	1.3	3.8	3.6	3.2
EV/EBITDA	30.4	16.2	45.8	28.2	17.5
息率(%)	0.0%	1.3%	0.2%	1.0%	2.3%

资料来源：公司报表，东海证券研究所

表11. 利润表

利润表(万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	197481	251685	296988	389029	487164
增长率	39.5%	27.4%	18.0%	31.0%	25.2%
营业成本	178829	230406	276199	354016	430166
营业成本/营业收入	90.6%	91.5%	93.0%	91.0%	88.3%
营业税金及附加	551	764	832	1089	1364
销售费用	2145	2467	2376	3501	4872
销售费用/营业收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%
管理费用	6341	7249	10098	12254	14615
管理费用/营业收入	3.2%	2.9%	3.4%	3.2%	3.0%
财务费用	4927	7033	6039	6846	7591
投资收益	1430	326	0	0	0
资产减值及公允价值变动	955	1636	1636	1636	1636
其他收入	(1911)	(3271)	(0)	0	0
营业利润	5163	2457	3081	12958	30192
增长率	-15.0%	-52.4%	25.4%	320.6%	133.0%
营业外净收支	874	728	0	0	0
利润总额	6037	3185	3081	12958	30192
增长率	-3.9%	-47.2%	-3.3%	320.6%	133.0%
所得税费用	1076	813	709	2592	6038
少数股东损益	(138)	(377)	(365)	(1534)	(3574)
归属于母公司					
净利润	5099	2749	2737	11900	27727
增长率	0.1%	--	-0.4%	334.8%	133.0%

资料来源：公司报表，东海证券研究所

表12. 资产负债表

资产负债表 (万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等					
价物	45000	63289	63289	63289	63289
应收款项	40067	55893	66721	85267	106776
存货净额	14388	12718	18458	23701	28813
其他流动资产	16663	34667	29699	38903	48716
流动资产合计	116118	166567	178166	211159	247593
固定资产	61474	65907	75312	80958	85661
无形资产及其					
他	8060	10094	9421	8748	8075
投资性房地产	20554	21869	21869	21869	21869
长期股权投资	19999	20590	20590	20590	20590
资产总计	226205	285026	305357	343323	383787
短期借款及交					
易性金融负债	83700	96900	108675	123797	133516
应付款项	17478	29196	33224	42662	51863
其他流动负债	15663	22210	25315	32501	39553
流动负债合计	116841	148306	167213	198960	224932
长期借款及应					
付债券	5707	1326	1326	1326	1326
其他长期负债	1287	869	869	869	869
长期负债合计	6994	2195	2195	2195	2195
负债合计	123835	150501	169408	201155	227127
少数股东权益	11672	11223	11004	10084	7940
股东权益	90697	123302	124944	132084	148721
负债和股东权					
益总计	226205	285026	305357	343323	383787

资料来源：公司报表，东海证券研究所

表13. 现金流量表表

现金流量表 (万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	5099	2749	2737	11900	27727
资产减值准备	153	680	(1636)	0	0
折旧摊销	4290	4257	7393	8651	10172
公允价值变动					
损失	(955)	(1636)	(1636)	(1636)	(1636)
财务费用	4927	7033	6039	6846	7591
营运资本变动	(7783)	(15308)	(7076)	(16369)	(20181)
其它	(291)	(1057)	1417	(920)	(2144)
经营活动现金					
流	513	(10315)	1199	1626	13938
资本开支	(6241)	(10379)	(11879)	(11988)	(12566)
其它投资现金					
流	0	0	0	0	0
投资活动现金					
流	(8967)	(10969)	(11879)	(11988)	(12566)
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	(523)	(4381)	0	0	0
支付股利、利息	0	(2160)	(1095)	(4760)	(11091)
其它融资现金					
流	5042	52655	11775	15122	9719
融资活动现金					
流	3996	39573	10680	10363	(1372)
现金净变动	(4458)	18288	0	(0)	0
货币资金的期初余额	49458	45000	63289	63289	63289
货币资金的期末余额	45000	63289	63289	63289	63289
企业自由现金流					
流	790	(9030)	(4540)	(3864)	7651
权益自由现金流					
流	0	39244	2585	5782	11297

资料来源：公司报表，东海证券研究所

5.3 敏感性分析

我们根据公司 TFT 混晶以及医药中间体新增国外订单的不同进展情况，预测了公司在乐观和悲观情况下 2010 年以及 2011 年的盈利情况。

表14. 公司在不同预期下的盈利预测

项目	TFT 混晶订单 (吨)		医药中间体新增 国外订单(亿元)		合计 EPS (元)	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
悲观情况	0	5	2	4	0.23	0.38
正常情况	4	20	5	8	0.40	0.93
乐观情况	10	40	8	12	0.70	1.64

资料来源：公司报表，东海证券研究所

5.4 公司估值

我们以正常情况为标准，根据公司未来盈利来源，主要划分为液晶材料以及医药两大部分，鉴于二者具有不同的业务属性，我们将分别予以估值。

表15. 公司不同业务划分的盈利预测

项目	液晶材料业务		医药业务		合计	
年度	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
EPS (元)	0.29	0.77	0.11	0.16	0.40	0.93

资料来源：公司报表，东海证券研究所

1、液晶材料。

由于国内缺乏在液晶材料方面与公司业务相同的可比公司，我们选用部分拥有新材料业务的上市公司进行对比，其具体估值水平见表 16。

我们认为公司未来在液晶材料的业务拓展方面具有很大的增长潜力，我们保守估算该业务价值为 19.3 元/股，对应其 2010-2011 年 EPS 的市盈率分别为 66.6 倍和 25 倍，这与可比公司 2010-11 年 40 倍和 31 倍的预测市盈率相比，具有明显的估值优势。

表16. 部分新材料上市公司估值

证券简称	静态市盈率	动态市盈率 (2009e)	动态市盈率 (2010e)	动态市盈率 (2011e)
中科三环	46	53	36	28
安泰科技	77	66	33	24
宁波韵升	57	28	41	31
金风科技	45	29	23	20
有研硅股	33	198	62	47
鑫科材料	327		46	36
均值	98	75	40	31

资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

备注：截止时间：2009 年 12 月 14 日；2009 年以后采用预测市盈率

2、医药。

我们认为公司在氨基酸领域具有明显的技术和市场优势，未来也面临加入国际食品添加剂产业链的巨大机遇，未来前景非常值得关注。我们参照可比公司的平均市盈率，保守估算该业务价值为 2.7 元/股，对应其 2010-2011 年 EPS 的市盈率分别为 25 倍和 17 倍。

表17. 部分原料药上市公司估值

证券简称	静态市盈率	动态市盈率 (2009e)	动态市盈率 (2010e)	动态市盈率 (2011e)
浙江医药	15	15	12	10
新和成	11	15	13	12
东北制药	25	16	14	13
天药股份	93	71	36	19
海正药业	55	41	31	24
海翔药业	67	38	26	24
广济药业	43	99	25	13
鑫富药业	91	88	41	22
均值	50	48	25	17

资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

备注：截止时间：2009 年 12 月 14 日；2009 年以后采用预测市盈率

3、盈利预测及估值。

我们预测公司 2009-2011 年预计实现每股收益分别为 0.09 元、0.40 元、0.93 元，对比公司 2008 年 0.10 元的每股收益，其三年的复合增长率为 110%。综合公司液晶材料以及医药业务的估值，我们认为公司的内在价值是 22 元/股，对应其 09-11 年 EPS 的市盈率分别为 242 倍、54 倍和 24 倍，首次给予“买入”评级。

6. 风险提示及股价催化剂

6.1 风险提示

- 1、 TFT 混晶材料目前正处于下游厂商的试验阶段，能否最终获得订单以及获得订单的进度可能会低于预期。
- 2、 由于竞争加剧，未来 TFT 混晶材料的价格下降幅度可能超过我们的预期。
- 3、 公司加入国际食品添加剂产业链的工作正在开展，能否获得国外大额加工订单以及订单数量仍存在不确定性。

6.2 股价催化剂

- 1、 TFT 混晶材料的下游厂商完成测试，并开始小批量订货。
- 2、 公司与国外食品添加剂巨头签订战略合作协议。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、诚志股份、昆明制药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122