

评级：审慎推荐（首次评级）

农林牧渔

公司年报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 赵吉龙 S1080111010046

电话：0755-82481533

邮件：zhaojilong@fcsc.cn

## 星河生物(300143)

——产能扩张拉开帷幕，毛利走势趋同日本规律

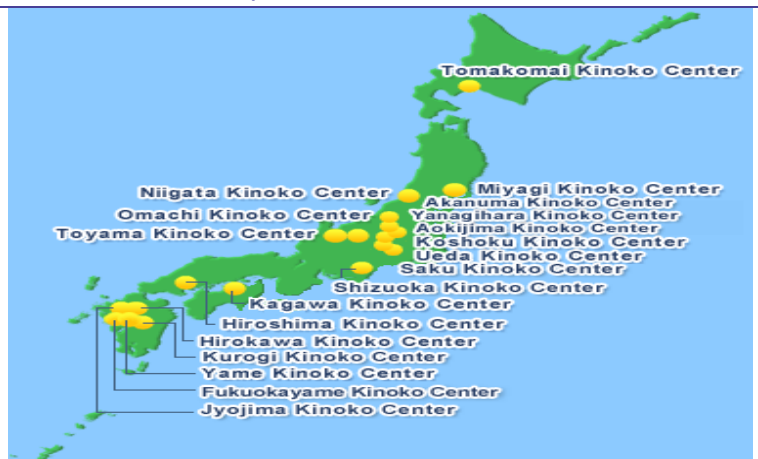
### 事件：2011 年年报发布及 2012 年 1 季度业绩预告

星河生物（300143.sz）24 日发布 2011 年公司年报及 2012 年 1 季度业绩预告。其中，1）关于 2011 年公司业绩，公司全年实现营业收入 2.075 亿元，同比增长 23.6%；实现利润总额 0.638 亿元，同比增长 50.03%；实现净利润 0.588 亿元，同比增长 39.44%。2）关于 2012 年 1 季度业绩，预计 2012 年 1 季度，归属于上市公司股东的净利润为 590 万元-950 万元，同比下降 20-50%。

### 点评：产能扩张拉开帷幕，毛利走势趋同日本规律

**要点：产能扩张进入关键时期** 我们认为公司的看点还是产能的区域性全国布局，公司在华南地区、西南地区和华北地区均投放了产能，这符合行业发展规律，即食用菌生产需密切贴近终端市场（日本龙头 Hokuto Corp 的做法），我们给予积极评价。从产能释放看，2012 年主要贡献于合资公司西充富联的扩产项目以及塘厦和韶关的募投项目，预计 2012 年产能同比提升 48%。

图表 1: Hokuto Corp 的日本本土密集布局



资料来源：Hokuto Corp 网站



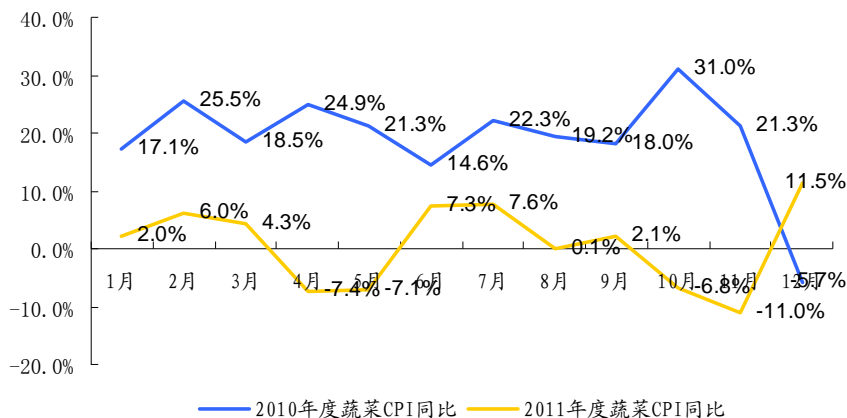
图表 2: 星河生物产能扩张预期

区域	生产基地	项目	日产	设计产能	2011年产能 (吨)	2012年产能 (吨)	2013年产能 (吨)	2014年产能 (吨)	2015年产能 (吨)	2016年产能 (吨)
华北布局	新乡星河	金针菇	90	27000	-	-	-	-	16200	27000
		真姬菇	40	12000	-	-	-	-	7200	12000
		白玉菇	20	6000	-	-	-	-	3600	6000
西南布局	西充富联	金针菇1期	8	2400	600	1200	2400	2400	2400	2400
		金针菇2-3期	32	9600	-	4800	9600	9600	9600	9600
		杏鲍菇	24	7200	-	-	2400	7200	7200	7200
华南布局	塘厦基地	金针菇	8	2400	2400	2400	2400	2400	2400	2400
		白玉菇(募投)	4	1200	-	-	600	1200	1200	1200
	韶关基地	金针菇	13	3900	3900	3900	3900	3900	3900	3900
		金针菇(募投)	9	2700	-	1350	2700	2700	2700	2700
		真姬菇	7	2100	2100	2100	2100	2100	2100	2100
		真姬菇(募投)	8	2400	-	1200	2400	2400	2400	2400
		白玉菇	2	600	600	600	600	600	600	600
	清溪长山头基地	白玉菇(募投)	5	1500	-	750	1500	1500	1500	1500
		金针菇1期	15	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500
	清溪九乡基地	金针菇2期	7	2100	2100	2100	2100	2100	2100	2100
真姬菇		6	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	
合计			80	89400	18000	26700	39000	44400	71400	89400

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

- **业绩增长来自政府补贴** 2011 年度 2299.52 万元的政府补助占公司净利润的 39%，如果扣除该项营业外收入增长，净利润增幅不大。我们注意到政府补助大项来自于辉县市财政拨付投资奖励资金的 2080.10 万元，理解为辉县 10 亿元投资项目的前期安慰性贡献（因为受施工条件制约，至 2014 年 12 月完成建设）。
- **毛利走势趋同日本规律** 公司产品毛利率全线下降，金针菇毛利率 39.61%，上年度为 40.06%；真姬菇毛利率 32.24%，上年度为 53.82%；白玉菇毛利率 43.14%，上年度为 55.5%。我们认为公司产品毛利率下降的主要原因是行业产能扩张加快，如上海高榕集团早于 2009 年起便于全国重要区域布置产能。次要原因是蔬菜价格低迷，其同比涨幅远小于 2010 年，制约食用菌的提价空间。参照日本食用菌行业发展规律，预计中长期的公司毛利率呈下降趋势，维持在 35% 左右。

图表 3: CPI 蔬菜价格走势



资料来源: 国家统计局



图表 4: 财务三表摘要

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	389	575	603	686	<b>营业收入</b>	208	316	426	554
现金	341	500	500	550	营业成本	128	202	281	371
应收账款	11	17	22	29	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	5	8	11	14	营业费用	19	27	36	47
预付账款	11	18	25	32	管理费用	27	40	55	71
存货	21	33	45	60	财务费用	-8	-13	-15	-20
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	441	428	413	396	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	213	275	297	299	<b>营业利润</b>	41	59	69	85
无形资产	52	52	52	52	营业外收入	23	7	8	10
其他非流动资产	176	101	64	45	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	830	1003	1016	1082	<b>利润总额</b>	64	66	77	94
<b>流动负债</b>	27	139	80	56	所得税	5	1	2	2
短期借款	0	107	36	0	<b>净利润</b>	59	65	75	92
应付账款	18	28	38	51	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	9	5	5	5	<b>归属母公司净利润</b>	59	65	75	92
<b>非流动负债</b>	18	13	11	8	EBITDA	65	58	69	81
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.44	0.51	0.63
其他非流动负债	18	13	11	8					
<b>负债合计</b>	44	153	91	64	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	147	147	147	147	<b>成长能力</b>				
资本公积	508	508	508	508	营业收入	23.6%	52.0%	35.0%	30.0%
留存收益	130	195	270	362	营业利润	11.8%	44.0%	16.3%	22.8%
归属母公司股东权益	786	850	926	1018	归属于母公司净利润	39.4%	9.8%	16.1%	23.1%
<b>负债和股东权益</b>	830	1003	1016	1082	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	38.2%	36.0%	34.0%	33.0%
					净利率 (%)	28.4%	20.5%	17.6%	16.7%
					ROE (%)	7.5%	7.6%	8.1%	9.1%
					ROIC (%)	6.2%	9.0%	10.5%	12.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	5.3%	15.2%	8.9%	5.9%
					净负债比率 (%)	0.00%	69.93%	40.15%	0.00%
					流动比率	14.61	4.12	7.54	12.23
					速动比率	13.84	3.89	6.97	11.17
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.25	0.34	0.42	0.53
					应收账款周转率	22	22	21	20
					应付账款周转率	8.25	8.94	8.51	8.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.44	0.51	0.63
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.26	0.37	0.45
					每股净资产 (最新摊薄)	5.33	5.77	6.28	6.91
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.67	35.21	30.32	24.62
					P/B	2.90	2.68	2.46	2.24
					EV/EBITDA	30	33	28	24

资料来源: 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135