

评级: 买入 上调评级

公司点评

陈钢
分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆
联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

星河生物: 结构升级, 异地扩张, 快速突破

事件

我们前期前往星河生物调研, 简要反馈如下。

■ 11年产量投放平稳, 收入增长预计在30-40%。

- 11年产量增长预计在32%左右, 新增产能主要来自清溪第一分公司的金针菇产能投放以及清溪第二分公司的真姬菇产能投放。

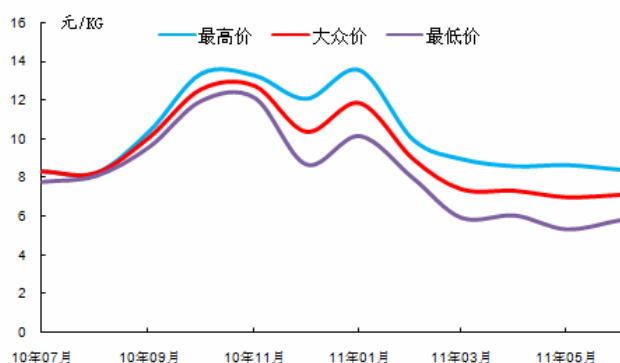
图表3: 11年产能投放计划

基地	品种	2011 计划	2010 年 实际产出	增加产量	增长幅度
塘厦 (第一基地)	金针菇	2980	2916	64	2.19%
韶关 (第二基地)	金针菇	4050	4030	20	0.50%
	真姬菇	2120	2077	43	2.07%
	白玉菇	650	446	204	45.74%
清溪第一分公司 (第三基地)	金针菇	7620	4729	2891	61.13%
清溪第二分公司 (第四基地)	真姬菇	1300	0	1300	/
合计		18720	14198	4522	31.85%

来源: 国金证券研究所

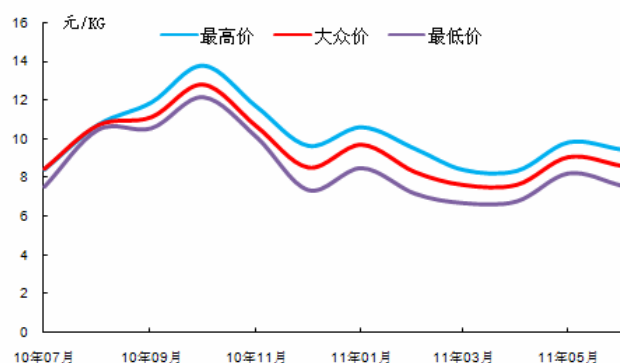
- 我们预计公司全年金针菇价格走势将比较平稳。从最近一年广东省的金针菇走势来看, 工厂化种植的金针菇价格坚挺, 散户金针菇淡季价格则明显回落。全国金针菇价格走势相比广东省更加平稳。考虑到真姬菇及白玉菇仍处于推广导入时期, 我们预计由于公司为了打开消费市场, 价格将有所调整。

图表3: 广东省金针菇价格走势



来源: 国金证券研究所; 农业部

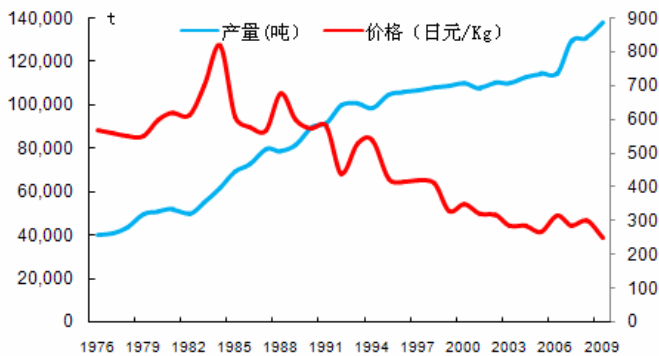
图表3: 国内金针菇价格走势



未来三年将是行业的黄金发展期

- 未来行业总量将高速扩张，但需警惕个别品种走向产能过剩
 - 我们认为食用菌行业是一个产业逐渐升级的过程。工厂化行业集中度低，仅为 2.2%，未来产业升级空间潜力极大：我国从事食用菌生产、销售的企业约 2,000 家，实现日生产能力 1 吨以上规模的企业不足 250 家。2008 年全国食用菌总产量为 1,827 万吨，其中工厂化生产的产品仅 40 万吨，占比仅为 2.2%。
 - 随着劳动力成本和原材料成本的上升，部分原有的劳动力密集型食用菌品种养殖模式将逐步为工厂化养殖模式所替代；同时，一些食用菌小品种正逐步为市场所接受，受限于小品种的生产技术和生产周期的高门槛，普通菇农难以介入小品种的养殖，将进一步加速产业升级。
 - 金针菇在未来两年将进入产量临界点，若进入产量过剩时期，价格将面临较大压力。从日本发展的情况来看，人均消费量达到 0.8 千克/年后即进入相对饱和期，假设中国人均消费量达到 0.4 千克/年后进入相对饱和期，则中国临界消费量为 60 万吨左右。从协会统计的数据来看，10 年全国工厂化金针菇产量规模已达到 30 万吨，若产量未来两年保持 40%复合增速，则 2012 年将进入产销量临界。

图表4：日本金针菇价格走势

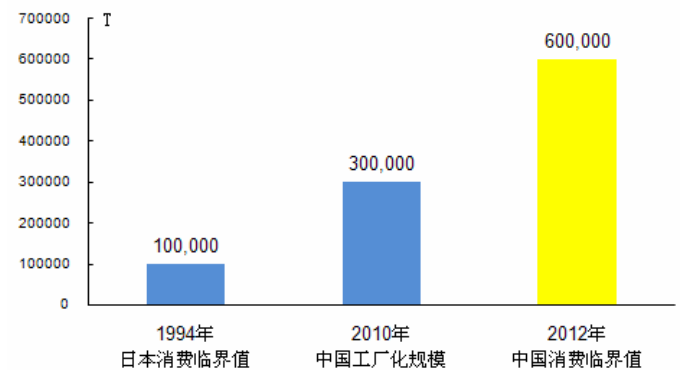


来源：国金证券研究所

食用菌价格处长期下降通道，龙头企业通过技术提升和结构优化传导价格压力

- 我们认为中国未来的食用菌市场将是一个工厂化培植逐步替代小农生产模式的过程。长期来看食用菌价格随着供给量的增加将成下降趋势，但我们认为龙头企业将凭借其自身技术和综合优势，尽可能的保持毛利率的稳定。
- 价格与单产共同决定公司未来盈利情况：公司产品单产率由最初平均约 180g/瓶逐步提升至目前 260g/瓶，逐步接近日本平均单产率 320g/瓶。我们认为公司每年生产效率的提升将一定程度抵御农产品价格下行风险。从我们的测算来看，价格每下降 5%影响毛利率 2-3%，单产每提升 10g 毛利率提升 1%左右。08 年以来，公司金针菇价格每年下降幅度大致在 5%，但毛利率一直维持在 39-40%，足见公司有通过内部生产优化和单产提升消化价格下降及成本上升的压力。
- 公司未来的增长点：新乡项目拉开公司快速发展的大幕
 - 新乡项目拉开公司异地扩张大幕：新乡项目选址河南省辉县市冀屯乡宪录村，整体施工预计 42 个月（从 11 年 7 月至 14 年 12 月），完全达成后日产金针菇 90 吨/日，真姬菇 40 吨/日，白玉菇 20 吨/日。公司通过新乡项目的建设，将积累宝贵的大型工厂建设经验，为日后扩张储备工程经验。新乡项目若推进顺利，我们预计公司将加速省外重点消费市场的布局。
 - 产品结构不断优化：公司未来三年仍将以金针菇为主，同时逐步加大对真姬菇、白玉菇的培育，并积极储备一些新的珍稀菌菇品种。公司将按照不同品种的生命周期，逐步调整产品结构：公司计划将现有金针菇、真姬菇、白玉菇的全年产量比例分别由 82%、15%、3%调整到约 70%、20%、10%，通过优化产品结构、提高公司总体盈利能力，提升公司综合竞争力。
 - 销售渠道不断优化：公司以往主要依靠大经销商及农贸流通渠道，未来将做细做深局部市场（广东市场将以广州和深圳为核心），同时加强 KA 及团购渠道的开拓。

图表5：国内目前产量



图表6: 公司主要销售分布: 以大流通为主

	金针菇	白玉菇	真姬菇
阳山粤普果蔬发展有限公司	14%		
广州市白云区松洲创益食用菌行	16%	29%	30%
广州市白云区松洲永联蔬菜经营部	10%		
深圳市罗湖区布吉农产品中心批发市场山地果蔬批发行	13%	6%	20%
深圳市罗湖区布吉农产品中心批发市场百益佳批发行	13%	6%	15%
总计	66%	41%	65%

来源: 国金证券研究所; 公司公告

- **盈利预测及投资建议:** 11-13 年公司销售收入将分别实现 2.18、3.34 和 5.87 亿, 同比增长 29.7%、53.1%和 75.8%。净利润 11-13 年分别为 0.74、0.96 和 1.38 亿, 每股 EPS 将分别达到 0.501 和 0.653 和 0.936 元。鉴于行业未来增长潜力及公司未来扩张超预期的可能, 我们给予公司 6-12 个月目标价位为 26.10 元, 相当于 40x12PE。
- **核心假设 1:** 谨慎假设主要品种价格下降 (幅度在 5%左右), 同时考虑到公司产品结构优化及单产提升, 整体毛利率每年下降 1.2%。
- **核心假设 2:** 费用率维持稳定, 即息税前利润率每年下降 1.2%。
- **风险提示:** 农产品价格下滑风险; 季节性销售风险; 盈利受补贴收入影响较大;

图表7: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	74	96	168	218	334	587
增长率		29.6%	75.3%	29.7%	53.1%	75.8%
主营业务成本	-47	-57	-93	-127	-200	-358
% 销售收入	63.9%	59.4%	55.5%	58.4%	59.8%	61.0%
毛利	27	39	75	91	134	228
% 销售收入	36.1%	40.6%	44.5%	41.6%	40.2%	39.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-4	-6	-12	-16	-25	-44
% 销售收入	5.1%	6.7%	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-9	-12	-21	-28	-42	-73
% 销售收入	11.9%	12.1%	12.6%	13.0%	12.5%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	14	21	41	46	67	111
% 销售收入	19.1%	21.7%	24.6%	21.1%	20.2%	19.0%
财务费用	-5	-4	-4	6	5	1
% 销售收入	6.3%	3.7%	2.7%	-2.7%	-1.5%	-0.2%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9	18	37	52	72	112
营业利润率	11.8%	18.4%	21.9%	23.8%	21.7%	19.1%
营业外收支	3	3	6	22	24	26
税前利润	12	20	43	74	96	138
利润率	15.7%	21.3%	25.3%	33.9%	28.9%	23.6%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	1.2%	0.2%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%
净利润	11	20	42	74	96	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	11	20	42	74	96	138
净利率	15.5%	21.2%	25.1%	33.9%	28.8%	23.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	3	23	566	445	253	110
应收款项	14	9	8	23	36	63
存货	8	13	19	17	27	49
其他流动资产	4	0	9	11	16	27
流动资产	29	44	601	497	332	249
% 总资产	17.8%	19.8%	70.6%	56.0%	33.3%	18.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	113	154	219	369	635	1,028
% 总资产	68.7%	68.5%	25.7%	41.6%	63.7%	78.1%
无形资产	22	26	31	18	28	37
非流动资产	135	180	250	391	665	1,067
% 总资产	82.2%	80.2%	29.4%	44.0%	66.7%	81.1%
资产总计	164	225	851	888	997	1,316
短期借款	37	45	25	0	0	147
应付款项	22	20	17	23	36	64
其他流动负债	6	1	3	4	6	11
流动负债	65	66	45	27	42	222
长期贷款	1	20	60	60	60	61
其他长期负债	0	0	19	0	0	0
负债	66	86	124	87	102	283
普通股股东权益	82	117	727	801	895	1,033
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	148	203	851	888	997	1,316

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	/	0.407	0.630	0.501	0.653	0.936
每股净资产	1.812	2.338	10.851	11.952	13.357	15.416
每股经营现金净流	0.566	0.575	0.918	1.038	1.480	2.200
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.06%	17.41%	5.81%	9.22%	10.75%	13.35%
总资产收益率	7.77%	10.01%	4.96%	8.31%	9.65%	10.48%
投入资本收益率	11.72%	11.39%	5.04%	5.34%	7.04%	8.94%
增长率						
主营业务收入增长率	22.12%	29.61%	75.35%	29.70%	53.15%	75.83%
EBIT增长率	38.87%	47.13%	98.43%	11.53%	46.24%	65.09%
净利润增长率	15.33%	77.52%	107.39%	74.86%	30.35%	43.38%
总资产增长率	15.01%	37.85%	318.65%	4.29%	12.32%	31.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.0	39.1	15.6	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	56.8	66.7	62.2	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	58.4	98.9	63.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	504.5	565.2	394.0	436.4	466.3	416.5
偿债能力						
净负债/股东权益	41.89%	36.59%	-66.09%	-48.13%	-21.61%	9.43%
EBIT利息保障倍数	3.0	5.9	9.3	-7.8	-13.3	-105.6
资产负债率	44.72%	42.51%	14.60%	9.81%	10.26%	21.53%

来源: 国金证券研究所

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室