

快速复制以保领先优势

星河生物
300143

公司是全国食用菌工厂化生产领域的龙头企业，主营金针菇、真姬菇和白玉菇等鲜品食用菌的生产与销售，2011年日产鲜品食用菌60吨。

我国食用菌市场需求旺盛，过去10年产量年平均增长率为13%。我们保守估计2015年全国食用菌的消费量将达到3324万吨，而全国食用菌行业“十二五”规划的目标是2015年总产量达到3200万吨，可见我国食用菌行业还处于供不应求的状态。**工厂化生产模式是大势所趋。**与传统生产方式相比，食用菌工厂化生产具备规模化、标准化、周年化、产品质量高等诸多特点，并可节约耕地，可扩张性强。

公司处在快速发展阶段，复制成功的工厂化模式，产能迅速扩张。按目前确定的新增产能计算，2016年的产量将是2011年的5倍多，**年复合增长率高达38.56%**。分年份来看，2012年产能增速较快，达42.89%，2013-14年增速略有放缓，2015年随着新乡生产基地的达产，产能爆发性增长，增速将高达70.92%。**品种线渐趋丰富**，除原有的金针菇、真姬菇、白玉菇之外，将新增杏鲍菇，未来还将可能新增广东虫草和灰树花等品种。公司原有塘厦、韶关、清溪一与清溪二基地均在广东省境内，上市后通过在新乡投资建厂和增资控股西充富联公司，形成北方和西南生产基地，**全国布局初具雏形。**

由于价格下滑，成本上升，**单品毛利率有下滑压力**，但由于各品种毛利率在不同年份基于投产阶段不同各有涨跌，**综合毛利率有望保持稳定。**

投资建议：预计2012-14年公司实现净利润6362、8044、9072万元，同比分别增长8%（如不考虑11年获得的政府奖励资金等非经常性损益，12年利润增速为55%）、26%、13%，EPS为0.43、0.55、0.62元，PE为30、24、21倍。鉴于公司的快速扩张能力，给予“增持”评级。

风险提示：原始股东持续减持带来短期股价下行风险；杂菌感染风险；产能扩张低于预期风险。

附表 公司业绩预测表

	2011	2012	2013	2014
营业收入（万元）	20757	29779	42994	51727
营业收入同比（%）	23.6%	43.5%	44.4%	20.3%
净利润（万元）	5885	6362	8044	9072
净利润同比（%）	39.4%	8.1%	26.4%	12.8%

评级 增持

分析师：李其东

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630512010001

联系信息：

021-50586660-8590

liqd@longone.com.cn

日期

发布时间：2012年3月22日

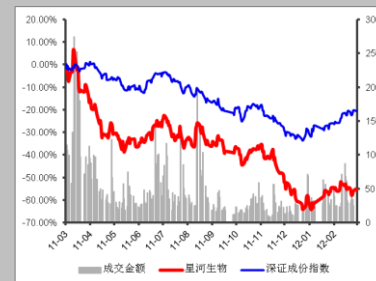
分析时间：2012年3月21日

调研时间：2011年11月11日

价格

当前市价：12.98元

股价表现



公司估值

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.40	0.43	0.55	0.62
PE	32.3	30.1	23.8	21.1
PB	2.4	2.3	2.2	2.1

注：EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

1 公司是全国食用菌工厂化生产龙头企业.....	3
2 我国食用菌市场需求旺盛，供给偏紧.....	3
3 工厂化生产模式是大势所趋.....	5
4 复制工厂化模式，产能迅速扩张.....	6
4.1 未来5年产能年复合增长率高达38.56%.....	7
4.2 品种线渐趋丰富.....	9
4.3 全国布局初具雏形.....	10
5 单品毛利率有下滑压力，整体有望保持稳定.....	11
6 盈利预测与估值分析.....	13
7 风险提示.....	13
图 1 公司各产品收入占比.....	3
图 2 公司各产品毛利占比.....	3
图 3 10年来我国食用菌产量、产值一直保持增长.....	4
图 4 食用菌出口量保持在60万吨左右.....	4
图 5 食用菌需求结构.....	4
图 6 食用菌行业不同生产经营模式演变.....	5
图 7 工厂化生产企业不断增多.....	6
图 8 工厂化生产模式产量占比仍偏小（2010年数据）.....	6
图 9 未来5年产能年复合增长率高达38.56%.....	9
图 10 各产品产量均有大幅增长.....	9
图 11 食用菌工厂化生产各品种日产量（吨）.....	9
图 12 产品线增长路径图.....	10
图 13 日本食用菌龙头好菇道（Hokuto）在日本国内的密集布局.....	10
图 14 菌菇类价格指数与蔬菜价格指数走势同步.....	11
图 15 蔬菜价格与CPI走势相关性高.....	11
图 16 公司各产品毛利率情况.....	12
图 17 公司与日本两家食用菌龙头企业毛利率比较.....	12
表 1 产能增长情况.....	8
表 2 分品种产量增长情况.....	8
表 3 各产品毛利率预测.....	12
表 4 分项业务预测.....	13

1 公司是全国食用菌工厂化生产龙头企业

公司前身为成立于1998年8月6日的东莞市星河实业有限公司，2003年7月4日更名为东莞市星河生物科技有限公司，2008年9月17日采取整体变更方式设立为股份有限公司，并于2010年12月9日在深圳证券交易所创业板挂牌上市。公司发起人为叶运寿等21名自然人及南峰集团1名法人，控股股东为叶运寿，拥有2448万股，占总股本的36.54%。

公司主营业务为鲜品食用菌的研发、生产和销售，主要产品包括金针菇、真姬菇和白玉菇等鲜品食用菌。公司采用工厂化模式生产鲜品食用菌，是全国食用菌工厂化生产领域的龙头企业，2011年底日产鲜品食用菌60吨，生产规模在国内鲜品食用菌工厂化生产企业中名列前茅。金针菇的收入、毛利一直占比最大，2011年分别占67.30%和69.84%，真姬菇和白玉菇收入占32.22%，毛利占29.01%。

图 1 公司各产品收入占比

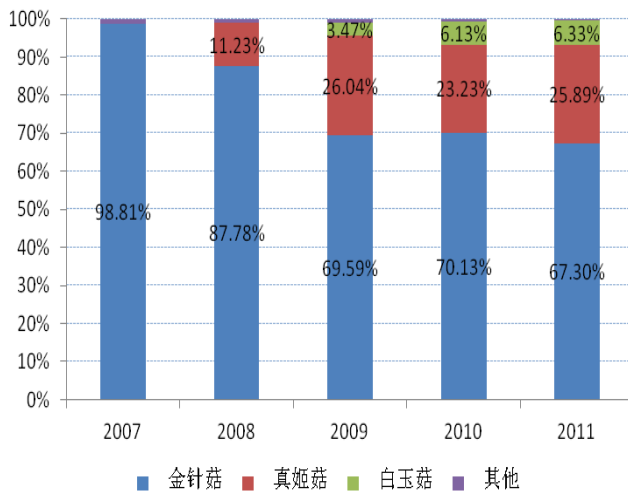
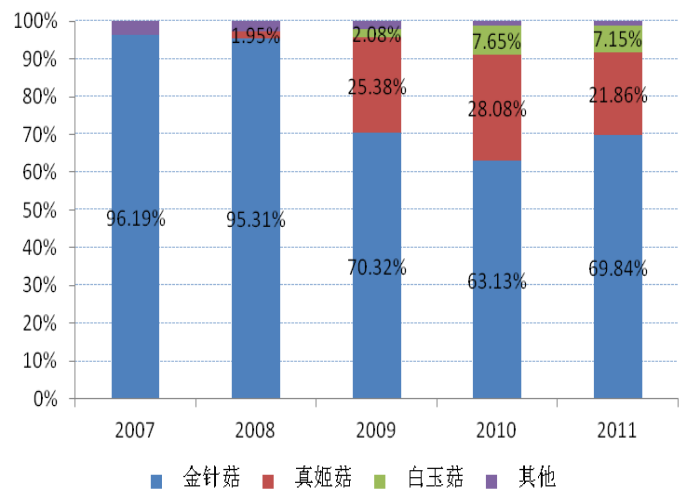


图 2 公司各产品毛利占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2 我国食用菌市场需求旺盛，供给偏紧

随着我国人民收入的增加，生活质量正在逐步改善，饮食上早已不是吃饱的问题，也不满足于鱼肉鸭，而是要求吃得营养、吃出健康和延年益寿。作为健康食品的食用菌营养丰富，需求量将会越来越旺。我国既是食用菌生产大国，又是食用菌消费大国，所生产的食用菌绝大部分用于国内消费，出口量每年仅有60万吨左右，占比极低。2010年全国食用菌总产量2261.55万吨，比2000年增长241%，比2005年增长69%，过去10年年平均增长率为13%。2010年我国137,053.69万人，年人均食用菌消费量约为16.5公斤，每日人均消费量约为46克。营养专家提出每人每天应该消费250克菌类，国内人均日消费量与之还差204克。以目前人

均消费量为基础，并按 2010 年人均年消费 16.5 公斤（以 13.7 亿人口计算），每年增长 8%（与 GDP 增速相当）的速度进行预测，到 2015 年，保守估计全国食用菌的消费量将达到 3324 万吨。全国食用菌行业“十二五”规划的目标是 2015 年全国食用菌总产量达到 3200 万吨，所以整体来看，我国食用菌行业还处于供不应求的状态。

图 3 10 年来我国食用菌产量、产值一直保持增长

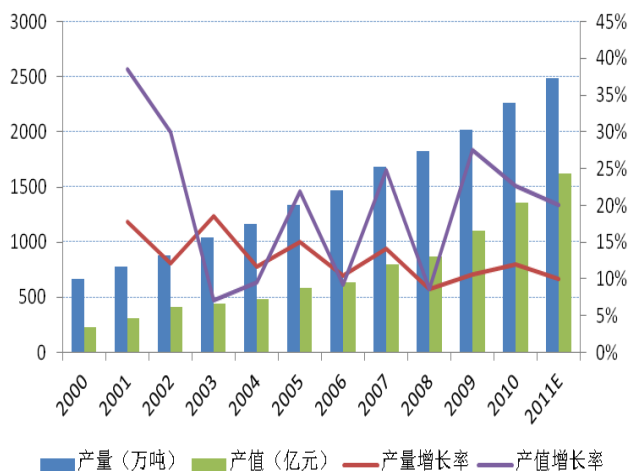
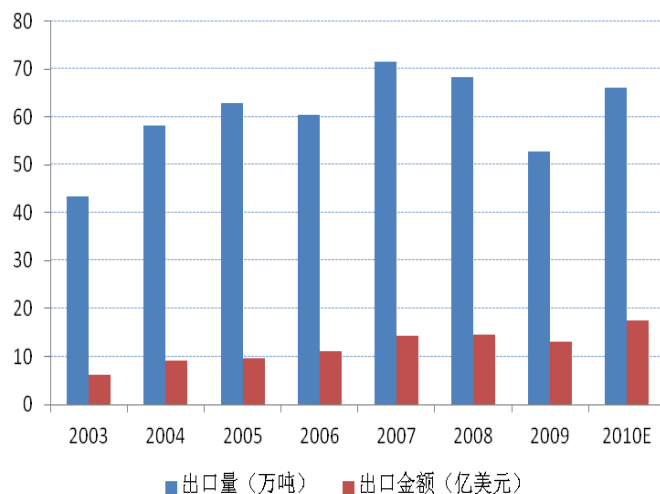


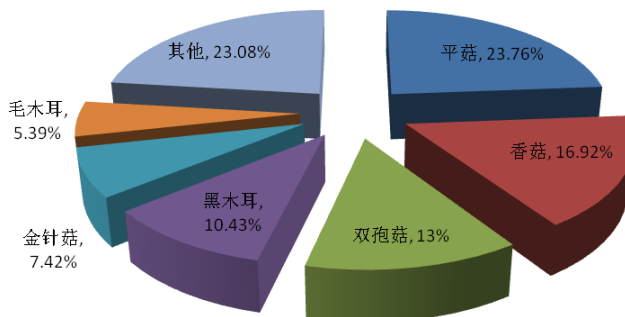
图 4 食用菌出口量保持在 60 万吨左右



资料来源：中国食用菌年鉴，东海证券研究所

受消费习惯的影响，我国食用菌主要消费种类包括香菇、平菇、双孢菇、黑木耳和金针菇五大类，2008 年这五类食用菌的消费量合计占消费总量的 71.53%，2009 年还是平菇产量最大，492 万吨，占食用菌总产量的 24%；黑木耳增长速度最快，2009 年产量 269 万吨，比 2005 年增长 1.76 倍；金针菇受餐饮业快速增长的需求，产量也较快增长，比 2005 年增长 86.9%；珍稀品种如白灵菇、杏鲍菇、茶薪菇、秀珍菇、姬菇、鸡腿菇等，越来越受到消费者喜爱，增长速度也比较快。

图 5 食用菌需求结构

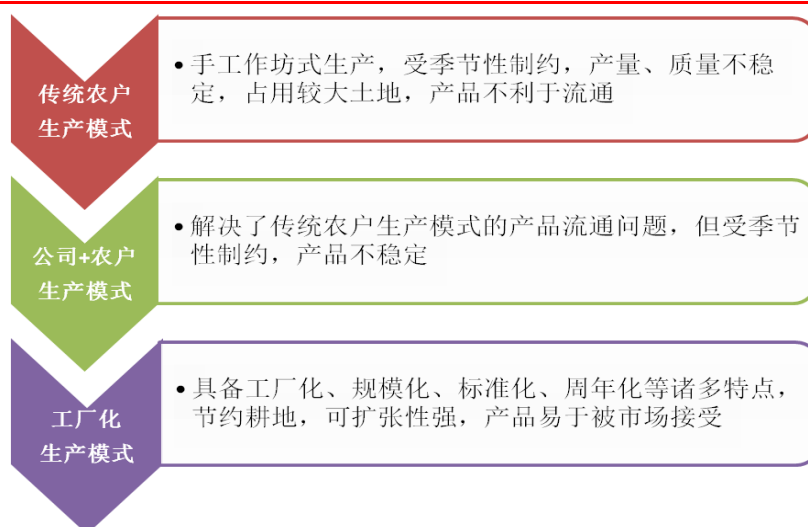


资料来源：中国食用菌年鉴（2009），东海证券研究所

3 工厂化生产模式是大势所趋

食用菌行业主要存在三种经营模式，即传统农户生产模式、公司+农户生产模式和工厂化生产模式，在不同的历史阶段存在不同的经营模式。传统农户生产模式是我国历史存在时间最长、范围最广的生产模式，主要是农民家庭式的小生产，科技含量低，规模小、利润少。改革开放以后，随着市场经济的蓬勃发展，我国开始出现公司+农户的生产模式，即企业与农户之间组成相对稳定的合作联合体，企业为农户提供菌种、栽培技术支持，农户负责种植食用菌，一般按协议价格出售给企业，再由企业负责向市场销售。随着经济的发展、社会分工的进一步细化和市场周年消费需求的不断增强，工厂化生产是食用菌产业发展的必然趋势。二十世纪九十年代末我国开始兴起工厂化生产模式，逐步开始食用菌的工厂化、标准化、周年化生产。

图 6 食用菌行业不同生产经营模式演变



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

食用菌工厂化生产是集现代农业、生物工程技术、现代管理和品牌建设为一体的新型农业经营模式，该种经营模式采用先进的生物技术，依靠对栽培房、生产容器、制冷及供电、供气、消毒等设备的投入，通过对菌种培育、生产环境综合控制、病虫害控制、产品保鲜等环节的技术研发和控制，实现食用菌的标准化生产，并通过应用精细管理和品牌建设，实现食用菌的现代化经营。

与传统手工农业生产方式相比，食用菌工厂化生产的优势有：

(1) 良好的可复制性，可实现企业规模的快速扩张。该种模式的复制性基于：一是由于菌种本身具备无限繁殖的特性，且菌种繁殖成本低廉；二是国内食用菌存在广阔的消费市场，而工厂化生产模式在国内处于初级发展阶段，其未来发展空间巨大；

(2) 生产效率更高。工厂化生产的机械化和自动化程度较高，在同等条件下，工厂化生产的效率比传统模式高出约 40 倍；

(3) 更有利于保障食品安全。近几年食品安全问题引发社会高度关注，而食用菌工厂化生产模式在生产过程中不使用任何农药和化学添加剂，最大限度满足消费者对食品安全的要求；

(4) 生长环境可控，产品质量更高、更稳定，并实现周年化生产，常年稳定地供应市场；

(5) 产品附加值更高，效益更好。由于产品优质、安全、无公害，周年化供应，产品容易受到消费者青睐，便于建立良好的专业品牌，为企业带来较高的经济效益；

(6) 节约大量耕地，能部分缓解我国人多地少、耕地紧张的局面。这也是国家倡导的现代农业生产模式。

我国食用菌行业集中度不高，工厂化生产还处于初级阶段，目前食用菌生产仍然以各县（市）生产基地、菇农大棚生产为主，传统农户生产及公司+农户形式仍然是我国食用菌生产的主要模式，2010 年其产量占到总产量的 97.13%。不过近几年我国食用菌工厂化生产发展明显提速，2006 年工厂化生产企业仅有 47 家，2007 年为 78 家，2011 年已达 652 家，数量增加了 7 倍多，呈现快速发展势头，产量也呈现逐年增长的趋势。

图 7 工厂化生产企业不断增多

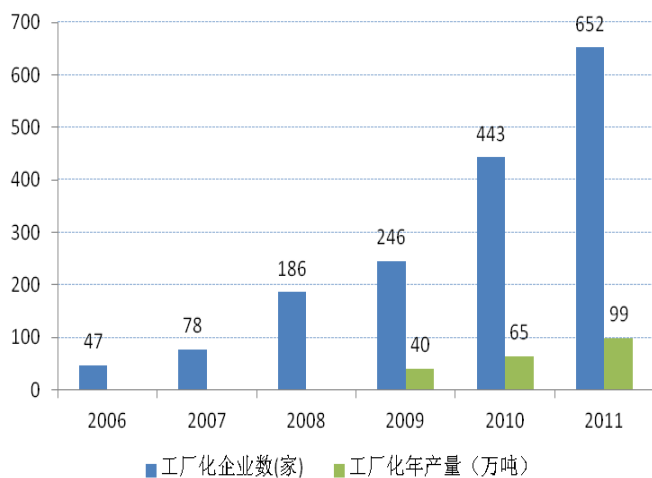
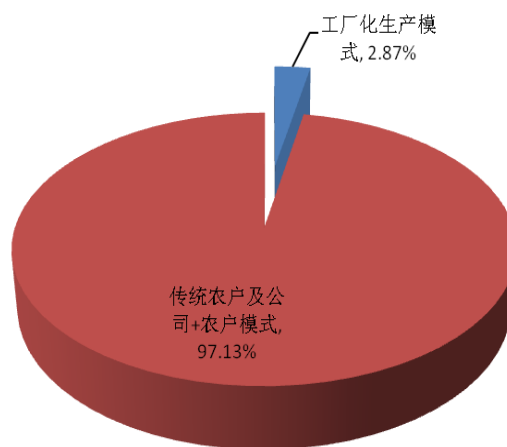


图 8 工厂化生产模式产量占比仍偏小（2010 年数据）



资料来源：中国食用菌商务网，东海证券研究所

星河生物自 2000 年开始涉足食用菌工厂化生产，是国内最早实施工厂化生产的企业之一，是行业内能够实行规模化、标准化、周年化生产的龙头企业。公司 2011 年全年生产食用菌 18266 吨，占全国食用菌总量的 0.07%，占全国工厂化生产总量也仅 1.8%，可见发展空间还很大。

4 复制工厂化模式，产能迅速扩张

农业类企业的成长之路具有相似性，一般会经历三个主要阶段，即确定市场地位阶段、扩大市场领先地位

位阶段和蜕变商业模式阶段。

第一个阶段是企业的创业阶段，企业需要通过向市场快速投放独特的产品或服务，确立企业在市场中的地位；

第二个阶段是企业快速发展阶段，企业的首要关注点是通过在新领域或地域中复制成功模式实现快速扩张，形成规模化经营，巩固企业在市场中的领先地位；

第三个阶段是企业的商业模式蜕变阶段，由于企业的发展空间已趋近饱和，原有的商业模式也被后来者效仿，企业面临原先的市场份额被蚕食的危险，需要通过商业模式的蜕变寻找新的发展机遇。

我们认为星河生物目前处于第二阶段，需要不断复制成功的工厂化模式快速扩张，以巩固公司在食用菌行业的龙头地位。

4.1 未来5年产能年复合增长率高达38.56%

公司未来的增量主要来自几个方面：

- (1) 韶关生产线整体技术改造项目。该项目预计于2012年4月投入使用，前期准备及调试工作估计需2个月以上的时间，正常生产后，将新增日均9吨的金针菇、8吨真姬菇、5吨白玉菇。我们预计2012年满生产时间为半年，之后均可满产；
- (2) 塘厦生产线扩建项目。该扩建生产线主要生产白玉菇，预计于2012年9月投入使用。由于白玉菇生长周期需4个月左右时间，我们预计2013才能有成品产出，将日均增加4吨白玉菇；
- (3) 增资控股的西充富联公司已投产和扩建的生产线。西充富联的一期项目已于2011年6月出成品，目前已具备日产8-10吨金针菇的产能，二期项目预计于2012年上半年投产，产能也是日产10吨金针菇。总体按全年日均15吨计算，全年带来增量4500吨。另外新增的杏鲍菇生产线预计于2013年6月投产，满产后将日均增加24吨杏鲍菇，2013年按半年估计；
- (4) 投资新建的新乡生产基地。基地所在地为河南省新乡市辉县冀屯乡宪录村，因基础设施建设所需时间较长，可能无法做到分批投产，整体将到2014年底建成，满产将日均新增90吨金针菇、40吨真姬菇、20吨白玉菇。因为是全新的基地，估计调试时间较长，2015年按金针菇满产三个季度、真姬菇与白玉菇按满产半年计算。

食用菌生产线正式投产后，产能利用率基本可达100%以上，所以综合来看，按目前确定的新增产能计算，2016年的产量将是2011年的5倍多，年复合增长率高达38.56%。分年份来看，2012年产能增速较快，达42.89%，2013-14年增速略有放缓，2015年随着新乡生产基地的达产，产能爆发性增长，增速将高达70.92%。分产品来看，金针菇2012年产量保持快速增长，13-14年增速放缓，真姬菇2012-13年产量保持30%左右增长，14年没有新增产能，白玉菇2012-13年保持100%以上的增长，14年没有新增产能，三个品种15年产能增速均再次爆发，杏鲍菇2013年开始生产，14年满产，之后无新增产能。

表 1 产能增长情况

基地	品种	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年E		2013年E		2014年E		2015年E		2016年E		
		年产量 (吨)						年产量 (吨)	日产量 (吨)	年产量 (吨)	日产量 (吨)	年产量 (吨)	日产量 (吨)	年产量 (吨)	日产量 (吨)	年产量 (吨)	日产量 (吨)
塘厦 (第一基地)	金针菇	3586	3021	2847	2916	3000	10	3000	10	3000	10	3000	10	3000	10	3000	10
	白玉菇									1200	4	1200	4	1200	4	1200	4
韶关 (第二基地)	金针菇	1643	3036	3543	4030	4200	14	5550	14全年 9半年	6900	23	6900	23	6900	23	6900	23
	真姬菇		603	1465	2077	1950	6.5	3150	6.5全年 8半年	4350	14.5	4350	14.5	4350	14.5	4350	14.5
	白玉菇			162	446	750	2.5	1500	2.5全年 5半年	2250	7.5	2250	7.5	2250	7.5	2250	7.5
清溪分公司 (第三基地)	金针菇			209	4729	6600	22	6600	22	6600	22	6600	22	6600	22	6600	22
清溪第二分公司 (第四基地)	真姬菇					1800	6	1800	6	1800	6	1800	6	1800	6	1800	6
西充富联	金针菇							4500 (公司 计划4000- 5000吨)	15	6000	20	9000	30	12000	40	15000	50
	杏鲍菇									3600	24半年	7200	24	7200	24	7200	24
新乡星河	金针菇												18000	90三个季度	27000	90	
	真姬菇												6000	40半年	12000	40	
	白玉菇												3000	20半年	6000	20	
合计		5229	6660	8226	14198	18266	60	26100	87	35700	119	42300	141	72300	241	93300	311

资料来源：公司公告，东海证券研究所预测

表 2 分品种产量增长情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
金针菇	5229	6057	6599	11675	13800	19650	22500	25500	46500	58500
增长率 (YOY)		15.83%	8.95%	76.92%	18.20%	42.39%	14.50%	13.33%	82.35%	25.81%
真姬菇		603	1465	2077	3750	4950	6150	6150	12150	18150
增长率 (YOY)			142.95%	41.77%	80.55%	32.00%	24.24%	0.00%	97.56%	49.38%
白玉菇			162	446	750	1500	3450	3450	6450	9450
增长率 (YOY)				175.31%	68.16%	100.00%	130.00%	0.00%	86.96%	46.51%
杏鲍菇							3600	7200	7200	7200
增长率 (YOY)								100.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所预测

图 9 未来 5 年产能年复合增长率高达 38.56%

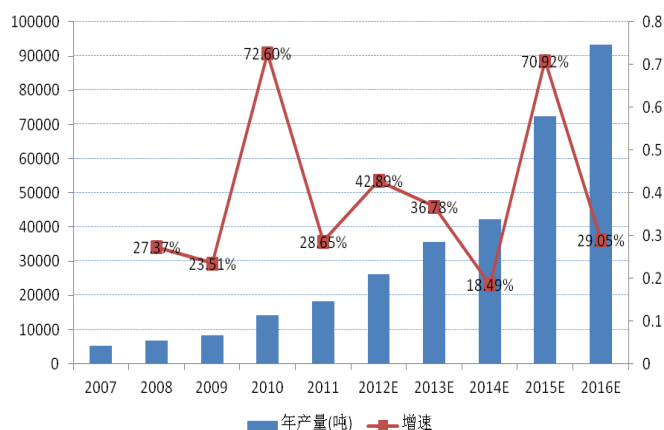
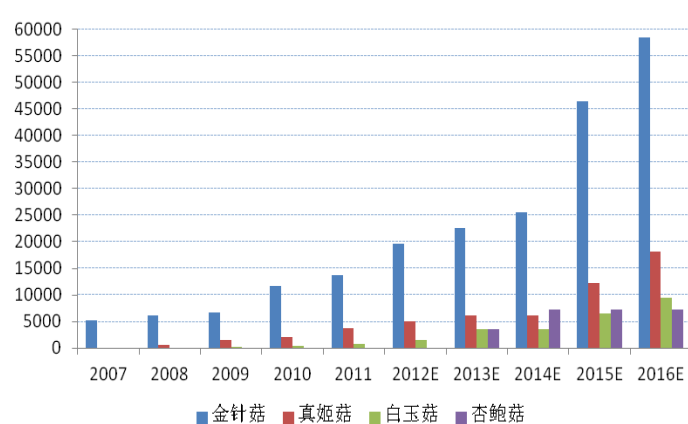


图 10 各产品产量均有大幅增长

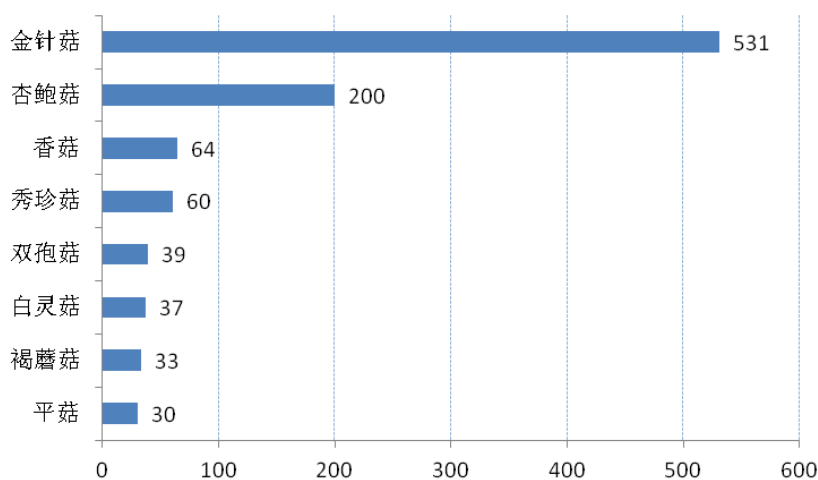


资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.2 品种线渐趋丰富

我国食用菌工厂化生产的主要品种为：金针菇、杏鲍菇、香菇、秀珍菇、双孢菇、白灵菇、褐蘑菇等，金针菇、杏鲍菇产量最多。公司自 2000 年进入食用菌行业，直至 2007 年底之前只生产金针菇，近几年新增了真姬菇、白玉菇，2013 年又将新增杏鲍菇，同时公司正在进行广东虫草和灰树花栽培技术的研究，广东虫草的研究已进入实验室总结阶段，且公司已提交卫生部新资源食品证书的相关书面申请文件，灰树花的研究已完成部分品种选育，进入实验室菌种稳定性研究阶段，未来将会进一步丰富公司的产品线。

图 11 食用菌工厂化生产各品种日产量（吨）



资料来源：中国食用菌商务网（2009 年数据），东海证券研究所

图 12 产品线增长路径图



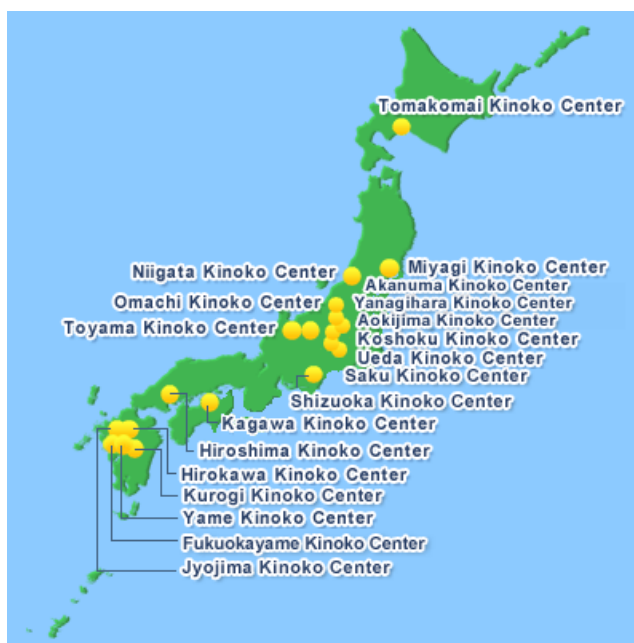
资料来源：公司公告，东海证券研究所

产品线的丰富将会增加客户粘性，提升公司整体竞争力。公司主要以经销模式为主，而目前经销商基本都是由多个生产厂家提供产品，经销品种多样化，忠诚度低，未来随着公司产品品种的增多，经销商的依赖度会大大增加，这将增大公司渠道话语权，形成一定议价能力。

4.3 全国布局初具雏形

公司原有塘厦、韶关、清溪一与清溪二基地均在广东省境内，公司上市后，一方面通过在新乡投资建厂，形成公司的北方生产基地，以利于拓展郑州、北京等北方市场，另一方面通过增资控股西充富联公司，在西南地区形成生产基地，以拓展西南地区市场。北方、西南、南方形成的三足鼎立之势，初步完成公司的全国化布局。不过相比较日本食用菌龙头好菇道（Hokuto）遍布日本国内的密集布局，公司布局点还是太少，未来拓展空间还很大。

图 13 日本食用菌龙头好菇道（Hokuto）在日本国内的密集布局



资料来源：好菇道（Hokuto）公司网站

5 单品毛利率有下滑压力，整体有望保持稳定

2011年是食用菌行业工厂化生产建设高峰期，2012年将集中释放部分产能，对食用菌产品的价格形成一定冲击，不过由于食用菌工厂化企业规模总体还不够大，冲击程度有限。从以往价格走势来看，市场菌菇类包括金针菇的价格波动与蔬菜价格波动走势趋于一致，而蔬菜价格和CPI相关性高。随着年初通胀下行，加之进入淡季，菌菇类产品价格大幅下滑，不过据东海证券宏观组预测2012全年CPI在3.5-4%之间，下半年仍有通胀压力，我们预计进入三四季度旺季后，菌菇类产品价格会有回升，所以我们预计公司产品全年均价与11年相比只会略有下滑。同时，人工成本还会略有上升，原材料（主要是玉米芯、杂木屑、棉籽壳等）上涨压力不大，总体成本有一定上涨压力。

图 14 菌菇类价格指数与蔬菜价格指数走势同步

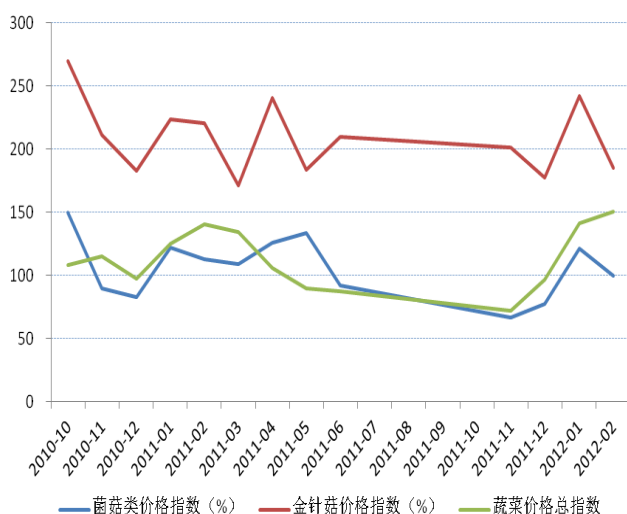
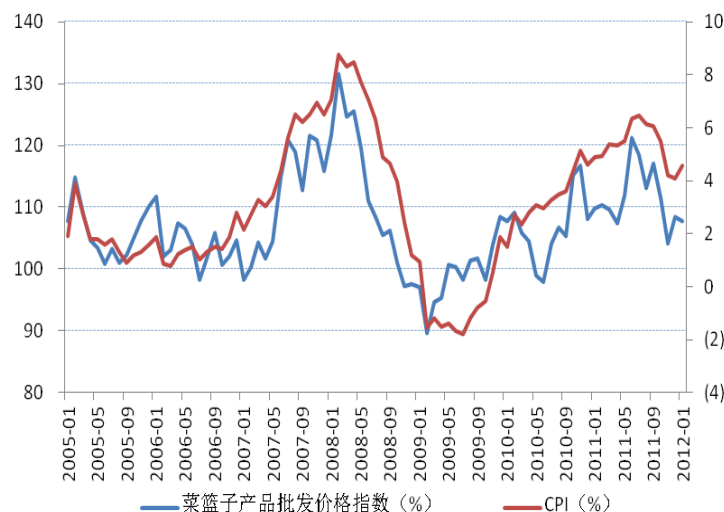


图 15 蔬菜价格与 CPI 走势相关性高

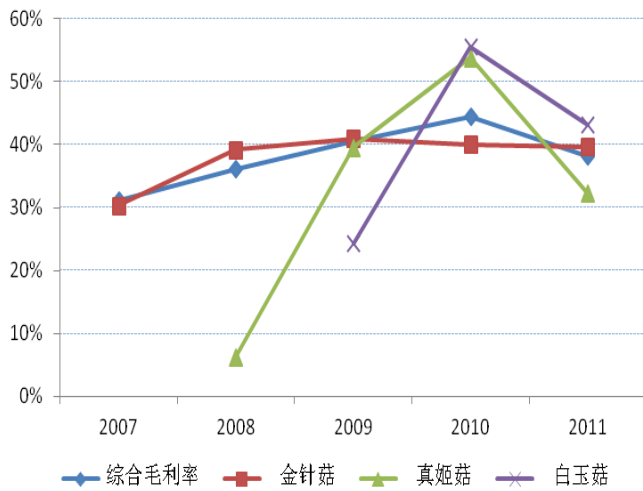


资料来源：Wind，东海证券研究所

具体产品分析，金针菇已属于大品种，价格基本稳定，预计毛利率将缓慢下滑；真姬菇2011年由于清溪第二分公司刚完成投产，先期成本高，加之产出量增加，价格下滑，导致毛利率大幅下滑，预计2012年将略有回升，后续有望回到正常水平；白玉菇毛利率预计将不断下滑，与大品种金针菇趋于一致；杏鲍菇刚投产预计毛利率较低，后续将回归正常。虽然单品毛利率有下滑压力，但由于各品种毛利率在不同年份基于投产阶段不同各有涨跌，反映到综合毛利率反而稳中略升。这有别于市场对公司毛利率下滑的悲观预期。

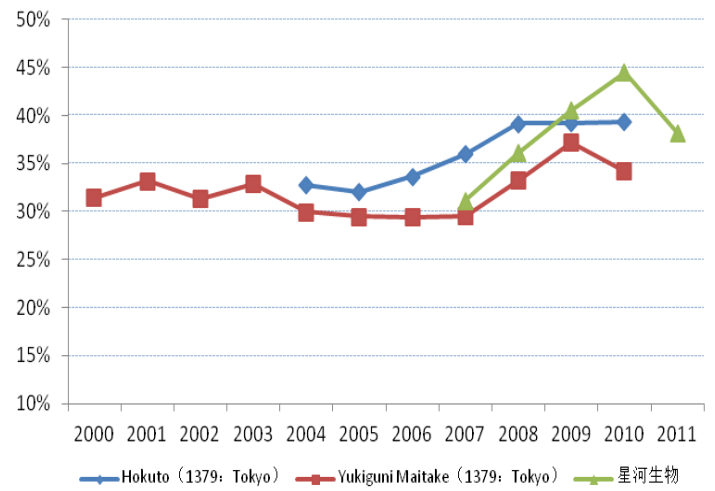
对比日本食用菌龙头企业，好菇道(Hokuto)公司的毛利率在32-40%之间，雪国舞茸(Yukiguni Maitake)的毛利率在30-38%之间，且近几年有上升趋势，考虑中国市场旺盛的需求，我们预计公司总体毛利率未来有望维持在35-40%之间。

图 16 公司各产品毛利率情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 17 公司与日本两家食用菌龙头企业毛利率比较



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

表 3 各产品毛利率预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
金针菇	30.32%	39.20%	40.98%	40.07%	39.61%	39.30%	39.00%	38.50%
真姬菇		6.28%	39.53%	53.82%	32.24%	35.00%	39.50%	39.00%
白玉菇			24.32%	55.51%	43.14%	41.00%	40.00%	39.00%
杏鲍菇							30.00%	40.00%
综合	31.14%	36.10%	40.56%	44.51%	38.17%	38.54%	38.68%	38.91%

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所预测

6 盈利预测与估值分析

基于以上分析，我们对公司各分项业务预测如下：

表 4 分项业务预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
金针菇(万元)	5,978.81	6,486.19	6,665.01	11,776.94	13,969.16	19,975.90	23,971.08	28,765.29
增长率(YOY)		8.49%	2.76%	76.70%	18.61%	43.00%	20.00%	20.00%
毛利率	30.32%	39.20%	40.98%	40.07%	39.61%	39.30%	39.00%	38.50%
真姬菇(万元)		829.99	2,493.52	3,900.40	5,372.95	7,092.29	9,219.98	9,680.98
增长率(YOY)			200.43%	56.42%	37.75%	32.00%	30.00%	5.00%
毛利率		6.28%	39.53%	53.82%	32.24%	35.00%	39.50%	39.00%
白玉菇(万元)			332.52	1,029.62	1,313.83	2,627.66	6,569.15	6,897.61
增长率(YOY)				209.64%	27.60%	100.00%	150.00%	5.00%
毛利率			24.32%	55.51%	43.14%	41.00%	40.00%	39.00%
杏鲍菇(万元)							3,150.00	6,300.00
增长率(YOY)								100.00%
毛利率							30.00%	40.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所预测

我们预计 2012-2014 年公司实现净利润 6362、8044、9072 万元，同比增长分别为 8%（如不考虑 2011 年公司获得的政府奖励资金等非经常性损益，2012 年利润增速为 42%）、26%、13%，EPS 为 0.43、0.55、0.62 元，对应 3 月 21 日的收盘价 12.98 元，PE 为 30、24、21 倍。目前公司估值水平不低，鉴于公司的快速扩张能力，给予“增持”评级。

7 风险提示

原始股东持续减持带来短期股价下行风险。首发原始股东限售股 2011 年 12 月 9 日解禁 4792 万股、2012 年 3 月 7 日解禁 5.8 万股，占流通股的 56%，这部分限售股已陆续有减持且还会持续一段时间，可能会带来短期股价下行。

杂菌感染风险。生产过程中由于菌种不合格、生产过程灭菌不彻底或空气净化不达标等原因，菌丝体会发生感染并传染培养房内其他栽培瓶，如果没有及时发现并加以控制，可能发生杂菌感染，从而带来损失。

产能扩张低于预期风险。公司新增产能项目较多，存在不达预期的可能性。

资产负债表(万元)						利润表(万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	56557	34116	30000	25000	25000	营业收入	16793	20757	29779	42994	51727
应收款项	790	1634	2147	2835	3737	营业成本	9318	12833	18302	26364	31600
存货净额	1884	2066	3040	3820	3978	营业税金及附加	0	1	0	0	0
其他流动资产	874	1121	1074	2036	2370	销售费用	1231	1896	2303	3468	4299
流动资产合计	60104	38936	36261	33691	35085	管理费用	2117	2700	3743	5472	6605
固定资产	21919	36253	54558	70205	83636	财务费用	446	(844)	(384)	192	693
无形资产及其他	881	5193	4934	4674	4414	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2228	2643	2643	2643	2643	资产减值及公允价值变动	6	63	12	27	34
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(11)	(125)	0	(0)	0
资产总计	85132	83026	98397	111213	125779	营业利润	3676	4108	5826	7525	8563
短期借款及交易性金融负债	2509	0	10076	17512	26198	营业外净收支	580	2278	600	600	600
应付款项	1354	1756	3135	3309	3665	利润总额	4256	6386	6426	8125	9163
其他流动负债	661	909	973	1458	1606	所得税费用	36	501	64	81	92
流动负债合计	4524	2664	14183	22279	31470	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	6000	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4220	5885	6362	8044	9072
其他长期负债	1908	1777	1811	1706	1638	增长率	107.4%	39.4%	8.1%	26.4%	12.8%
长期负债合计	7908	1777	1811	1706	1638	现金流量表(万元)					
负债合计	12432	4442	15995	23985	33108	净利润	4220	5885	6362	8044	9072
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	39	57	(63)	0	0
股东权益	72700	78584	82402	87228	92671	折旧摊销	1642	2293	3115	6159	9936
负债和股东权益总计	85132	83026	98397	111213	125779	公允价值变动损失	(6)	(63)	(12)	(27)	(34)
关键财务与估值指标						财务费用	446	(844)	(384)	192	693
每股收益	0.63	0.40	0.43	0.55	0.62	营运资本变动	(2134)	(1112)	(27)	(1876)	(958)
每股红利	0.00	0.00	0.17	0.22	0.25	其它	(39)	(57)	63	(0)	(0)
每股净资产	10.85	5.33	5.59	5.92	6.29	经营活动现金流	3723	7003	9438	12300	18016
ROS	25%	28%	21%	19%	18%	资本开支	(8199)	(16704)	(21086)	(21519)	(23074)
ROE	6%	7%	8%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	45%	38%	39%	39%	39%	投资活动现金流	(8199)	(16704)	(21086)	(21519)	(23074)
EBIT Margin	25%	16%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	27%	29%	32%	37%	负债净变化	3964	(6000)	0	0	0
收入增长	75%	24%	43%	44%	20%	支付股利、利息	0	0	(2545)	(3217)	(3629)
净利润增长	107%	39%	8%	26%	13%	其它融资现金流	50846	(740)	10076	7436	8687
资产负债率	15%	5%	16%	22%	26%	融资活动现金流	58773	(12740)	7531	4219	5058
息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.7%	1.9%	现金净变动	54298	(22440)	(4116)	(5000)	(0)
P/E	89.3	32.3	30.1	23.8	21.1	货币资金的期初余额	2259	56557	34116	30000	25000
P/B	5.2	2.4	2.3	2.2	2.1	货币资金的期末余额	56557	34116	30000	25000	25000
EV/EBITDA	67.0	33.8	25.6	16.9	13.1	企业自由现金流	(4557)	(12133)	(12610)	(9596)	(4932)
						权益自由现金流	0	(18873)	(2154)	(2350)	3068

数据来源: 公司年报, 东海证券研究所预测

作者简介

李其东：农林牧渔行业分析师，同济大学经济学硕士，2010年8月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897