

蘑菇步入拐点，进军高盈利牛肉产业链

买入 首次

目标价格：14.8 元

报告摘要:

- 14 年是行业拐点年：食用菌行业面临竞争格局改善和价格企稳回升双拐点：**2010 年前食用菌行业高盈利吸引业外资本进入，供给大幅增加，价格快速下滑，目前行业已低价运行三年，散户和小企业因亏损开始关停并转，行业竞争格局正面临从无序向改善的拐点，且供给收缩催动价格拐点来临，预计食用菌价格将企稳回升。
- 14 年是公司经营拐点年：产能提升和成本控制推动公司业绩反转：**食用菌生产中单个培养瓶分摊到的成本基本是固定，收入和利润取决于单瓶的产量（生物转化率）、单位售价、污染率，产量和价格的边际增量几乎不增加成本，全部成为净利润，通过菌种改善，公司生物转化率将逐步提升，且 14 年产能增长 30%至 140 吨，在行业价格逐步回升下，金针菇将逐步减亏，公司经营拐点来临。
- 进军高盈利的牛肉产业链，有望与食用菌业务形成协同效应，提升整体盈利水平：**公司拟收购河南牛肉产业龙头洛阳伊众，进军肉牛养殖、屠宰、深加工产业链：
 - 牛肉需求旺盛：**国内肉牛供给一直短缺，牛肉价格多年来保持单边上涨，99-13 年年均增速超 9%，未来量价齐升的格局预计会持续。
 - 伊众盈利性高：**伊众 13 年肉牛屠宰头均毛利达 2800 元（猪头均毛利 200 元左右），收购后屠宰量有望翻番，将带动公司盈利提升。
 - 肉牛养殖与食用菌形成协同效应：**食用菌培养基废料可直接用作肉牛养殖饲料，公司有望盘活已停产的河南新乡基地，打开北方市场。
- 盈利预测及投资建议：**由于收购洛阳伊众仍需得到证监会批准，在盈利预测中暂不考虑，在仅考虑现有业务下，预计 14-16 年收入分别为 3.8 亿、5.1 亿和 6.6 亿，YOY 为 50%、34%和 28%；归母净利润分别为 -2400 万、1900 万和 4100 万，YOY 为 85%、178%和 120%；EPS 分别为 -0.16 元、0.13 元和 0.28 元。公司 15 年 PS 3.27 倍，参照可比农业公司 15 年 PS 值，公司市值仍有 30%的上涨空间，公司正处于盈亏平衡点，价格和单产提升对业绩有明显的拉动，首次给予“**买入**”评级，给予 14.8 元的第一目标价。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	248	255	382	513	659
增长率 (%)	19%	3%	50%	34%	28%
归母净利润(百万)	6	-163	-24	19	41
增长率 (%)	-89%	-2612%	85%	178%	120%
每股收益	0.04	-1.11	-0.16	0.13	0.28
市盈率	182.48	-8.85	-70.15	90.41	41.12

食品饮料行业研究组

分析师:

陈嵩昆(S1180513080001)

电话: 021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

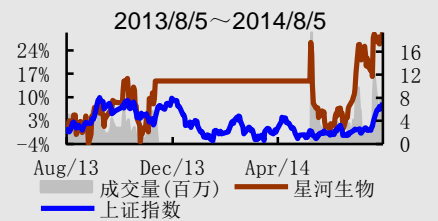
研究助理:

刘洋

电话: 021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料行业周报：行业估值修复，白酒乳品将继续受益》
2014/08/03
- 《茅台股权激励点评：激励制度完善将开启白酒行业创新时代》
2014/07/30
- 《顺鑫农业中报点评：低端酒快速增长，地产增厚业绩》
2014/07/29
- 《好想你动态跟踪：转型效果超市场预期，建议买入》
2014/07/28
- 《汤臣倍健中报点评：项目储备多点开花，看好长期成长性》
2014/07/28

目录

一、国内食用菌工厂化生产龙头之一	4
1、公司主要在华南地区销售金针菇等食用菌，行业调整致近年收入增速放缓.....	4
2、公司发展历程梳理：经历食用菌行业盛衰起伏，今年有望走出底部.....	5
3、公司股权结构：管理层部分持股，与股东利益较好的绑定.....	6
二、食用菌价格见底，催动公司业绩向上拐点	8
1、行业已在低价位运行三年，中小企业亏损推动价格拐点来临.....	8
1-1、食用菌行业竞争格局恶化致价格 11 年开始进入下降通道.....	8
1-2、小企业加速退出市场，金针菇价格拐点来临.....	9
2、14 年将是公司盈利拐点，2H 有望实现业绩高增长.....	11
2-1、公司单产提升+行业价格回升，公司 1Q 已经开始盈利.....	11
2-2、业绩测算：14 年是公司经营转折年.....	13
三、进军牛肉产业，分享牛肉消费量价齐升盛宴，打造协同效应	14
1、收购河南牛肉产业龙头洛阳伊众，整合渠道资源，提升盈利能力.....	14
2、牛肉产业发展空间大，未来仍将保持量价齐升的高景气态势.....	18
2-1、收入提升+饮食习惯改变，牛肉消费持续增长.....	18
2-2、供给短缺导致价格多年来持续上涨.....	20
3、生态循环打造更强协同效应：食用菌培养基废料可直接用作肉牛养殖饲料.....	24
四、盈利预测、估值及投资建议	25

图表

图 1: 金针菇贡献 50% 收入，真姬菇贡献 50% 毛利.....	4
图 2: 公司近 3 年收入增速放缓，去年收入仅增长 3%.....	4
图 3: 毛利下降与计提减值导致去年巨亏 1.6 亿.....	4
图 4: 公司前 5 大经销商销售占比已降至 46%.....	5
图 5: 公司销售渠道以经销商为主.....	5
图 6: 公司近年来经历了快速发展时期与行业调整时期.....	5
图 7: 星河生物发展历程梳理.....	6
图 8: 公司为管理层部分持股的民营企业.....	7
图 9: 公司董事长及部分高管持有公司股份.....	7
图 10: 公司主要子公司主营业务与收入情况.....	7
图 11: 从星河生物产品销售价格来看，2011 年开始食用菌价格进入下滑通道.....	8
图 12: 食用菌企业星河生物和雪榕生物毛利率变动情况：10 年前维持高位.....	8
图 13: 我国食用菌工厂化数量从 10 年开始快速提升，但近几年增速放缓.....	9
图 14: 食用菌行业工厂化产量保持每年 35% 以上增长（单位：万吨）.....	9
图 15: 金针菇工厂化关停并转数量 12 年达 35 家，预计占比 15% 左右.....	9
图 16: 三家主要金针菇企业销量占比快速提升.....	10
图 17: 14 年开始金针菇销售价格的月度同比已经开始出现回升（星河生物销售数据）.....	10
图 18: 2013 年公司研发投入占比提升 1 个百分点（百万元）.....	11

图 19: 公司生物转化率有所提升, 但与行业龙头雪榕生物相比仍有较大提升空间.....	11
图 20: 13 年行业主要产能结构 (吨)	11
图 21: 我国各区域金针菇价格差异较大.....	11
图 22: 公司目前产能主要分布于广东省和四川, 未来将向河南靠近.....	12
图 23: 2014 年 1-3 月份公司金针菇销售价格较 13 年同比提升 (元)	12
图 24: 1Q14 公司销售毛利率和净利率均为正值.....	12
图 25: 2013 年销售费用拆分	13
图 26: 14 年下半年价格变动对金针菇盈利影响情况测算.....	14
图 27: 保守假设下金针菇盈利情况测算.....	14
图 28: 公司拟投入 4.65 亿收购洛阳伊众 93% 股权.....	15
图 29: 洛阳伊众主营业务为肉牛养殖屠宰及牛肉加工	15
图 30: 伊众 13 年生鲜食品收入占比最大, 为 89%	15
图 31: 洛阳伊众 13 年生鲜与熟食产品毛利率均提升.....	16
图 32: 洛阳伊众共有 352 家各类渠道商.....	16
图 33: 资金不足导致洛阳伊众去年屠宰量、收入、净利润出现下降	17
图 35: 我国肉牛屠宰加工行业集中度很低.....	17
图 36: 河南主要肉牛屠宰加工品牌的产能分布.....	17
图 37: 洛阳伊众与可比公司在收入、区域分布与品牌影响力上的对比.....	18
图 38: 洛阳伊众与可比公司在产能、牛源供应等方面的综合对比.....	18
图 39: 我国去年牛肉消费量达 5959 千吨, 增长 6.5%.....	19
图 40: 我国牛肉产量占比已从 3% 提升至 5%	19
图 41: 国际比较, 我国人均牛肉消费量提升空间大.....	20
图 42: 城镇家庭收入越高, 人均牛肉消费量越大	20
图 43: 我国牛肉价格多年来呈现持续上涨趋势	20
图 44: 我国牛肉产量近五年平均增速约 2%	21
图 45: 我国牛存栏量呈现稳中有降的趋势	21
图 46: 河南近年来牛肉产量不增长, 存栏量呈现下降趋势.....	21
图 47: 肉牛的生长周期相对较长, 增加了不确定性.....	22
图 48: 我国肉牛养殖业规模化程度较低 (2009 年)	22
图 49: 玉米大宗价近年来保持持续上涨的趋势	23
图 50: 我国进口牛肉量近年来增速快, 但总量仍小.....	23
图 51: 洛阳伊众主营业务盈利预测简表.....	23
图 52: 河南新乡星河基地建设历程	24
图 53: 可比公司估值一览表.....	25
图 54: 三张财务报表摘要.....	26

一、国内食用菌工厂化生产龙头之一

1、公司主要在华南地区销售金针菇等食用菌，行业调整致近年收入增速放缓

星河生物是专门从事食用菌研发、生产与销售的现代化农业企业，为我国食用菌工厂化生产龙头之一：

- ◆ 公司主营产品包括金针菇、真姬菇与白玉菇等，其中金针菇收入占比 53%：公司主营产品以金针菇、真姬菇、白玉菇与杏鲍菇为主，去年收入占比合计达 92%。其中金针菇体量最大，收入占比 53%。去年金针菇销量继续较快增加，但由于价格下滑较大，导致收入出现 16% 的下滑。真姬菇与白玉菇仍然保持较快的收入增长；

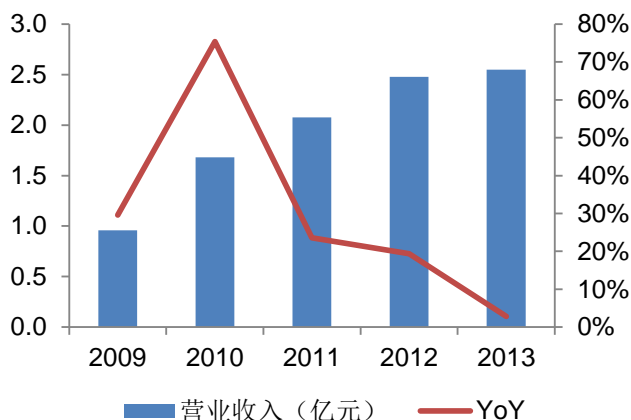
图 1：金针菇贡献 50% 收入，真姬菇贡献 50% 毛利

品种	推出时间	2013 年收入 (百万元)	2013 年收入增速	2013 年收入占比	2013 年销量 (吨)	2013 年销量增速	2013 年毛利率	2013 年毛利占比
金针菇	2000 年	134.5	-16%	52.8%	23406	19%	3.1%	20.2%
真姬菇	2008 年	68.0	12%	26.7%	6138	28%	15.4%	51.1%
白玉菇	2009 年	24.5	24%	9.6%	2034	47%	14.6%	17.4%
杏鲍菇	2013 年	6.9	—	2.7%	949	—	-46.3%	-15.6%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

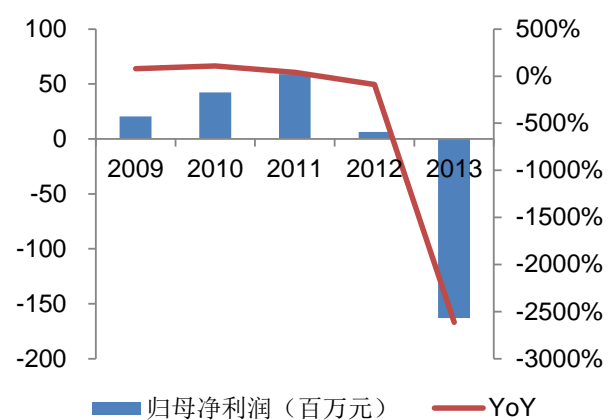
- ◆ 受食用菌行业供需失衡影响，公司产品价格下降导致收入增速放缓，去年出现亏损：近年来食用菌行业产能迅速增加，导致供需失衡，食用菌行业产品价格出现下滑趋势，导致公司收入增速近 3 年来呈现放缓趋势。去年由于毛利率下降、费用率提升且对新乡子公司计提 7832 万元的减值准备，公司亏损 1.6 亿。

图 2：公司近 3 年收入增速放缓，去年收入仅增长 3%



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：毛利下降与计提减值导致去年巨亏 1.6 亿

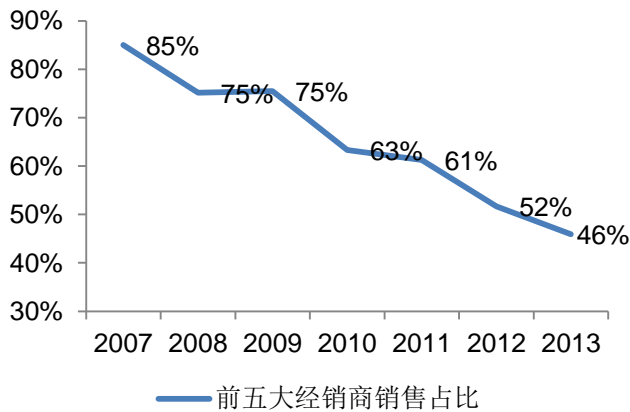


资料来源：公司公告，宏源证券研究所

- ◆ 运输半径导致销售区域主要集中在华南，但公司经销网络逐步细化，前五大经销商销售占比逐步下降：公司渠道主要是经销商渠道，公司也在一直加大优质经销商开拓

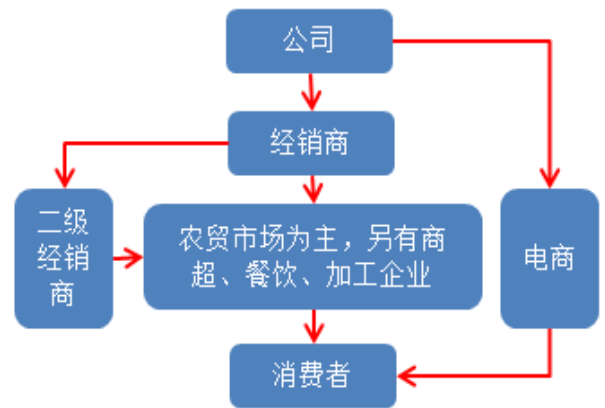
与管理力度，前5大经销商客户销售占比已经由07年85%降至13年46%。截至去年底公司有经销商69个，但由于经济运输半径为500km以内，因此销售区域主要围绕广东和四川两个工厂。公司去年也开始尝试电商渠道。

图4：公司前5大经销商销售占比已降至46%



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图5：公司销售渠道以经销商为主

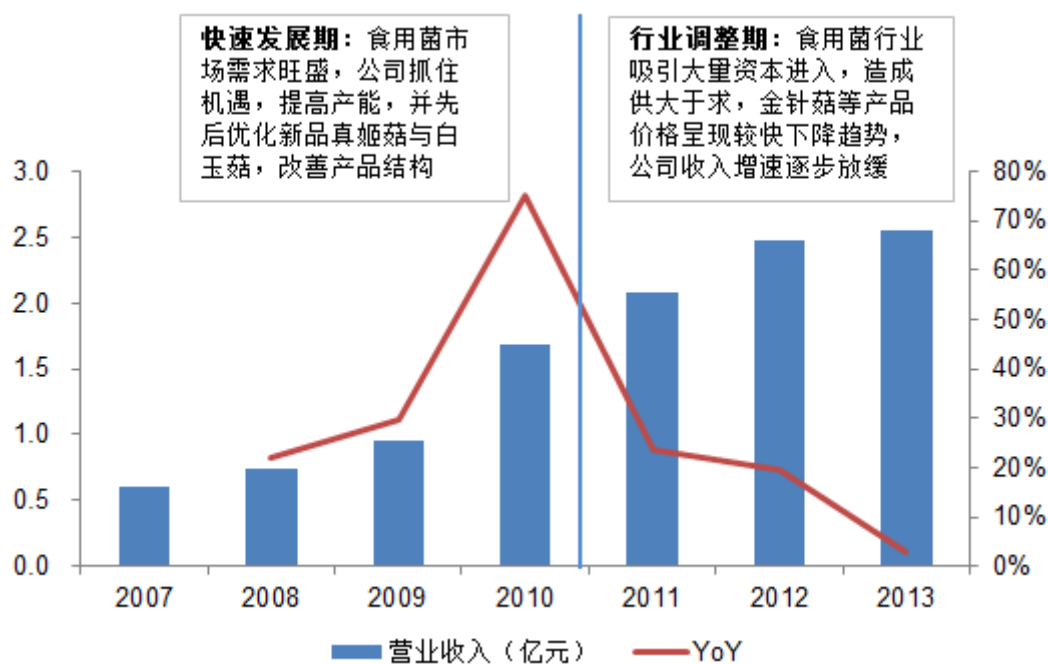


资料来源：宏源证券研究所

2、公司发展历程梳理：经历食用菌行业盛衰起伏，今年有望走出底部

公司近年来经历了快速发展时期与行业调整时期，由于部分食用菌市场从供不应求逐步转向供大于求，收入由快速增长转为增速放缓。而今年开始公司有望进入业绩反转的新发展阶段：

图6：公司近年来经历了快速发展时期与行业调整时期



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

- ◆ **快速发展期：2010年之前：**食用菌工厂化栽培技术由台湾传入大陆，公司抓住机遇，提高金针菇产能，并提高优势品种真姬菇业务的比重，推出市场紧缺的新产品白玉菇，优化产品结构，不断开拓市场，打造成国内食用菌工厂化生产龙头企业之一；
- ◆ **行业调整期：2010年至今：**食用菌行业的良好发展态势与前景吸引大量资本进入，金针菇等工厂化产品供大于求，行业竞争激烈，产品价格呈现较快下降趋势，公司收入增速显著放缓。但今年金针菇价格有见底回升的趋势，公司有望迎来业绩反转的新发展阶段。

图 7：星河生物发展历程梳理

时间	发展历程
1998 年	注册成立星河实业有限公司
2000 年	开始涉足食用菌行业，创立“玉龙洞”品牌
2004 年	被评为东莞市农业龙头企业；国内首家获 ISO9001:2008 质量体系认证的食用菌生产企业
2006 年	玉龙洞被评为广东省著名商标，玉龙洞牌金针菇获广东省名牌产品；金针菇、真姬菇获国家无公害农产品认证
2007 年	准备进军资本市场；广东虫草项目入选粤港关键领域重点突破项目（东莞专项）
2008 年	国内首家通过中国良好农业规范（GAP）认证的食用菌生产企业；玉龙洞牌金针菇获绿色食品 A 级认证
2010 年	公司股票成功上市；被评为广东省重点农业龙头企业
2011 年	被国家发改委评为国家高技术产业化示范企业
2012 年	公司一度更名为广东菇木真生物科技股份有限公司
2013 年	被评为广东省菜篮子培育基地；进军电商平台

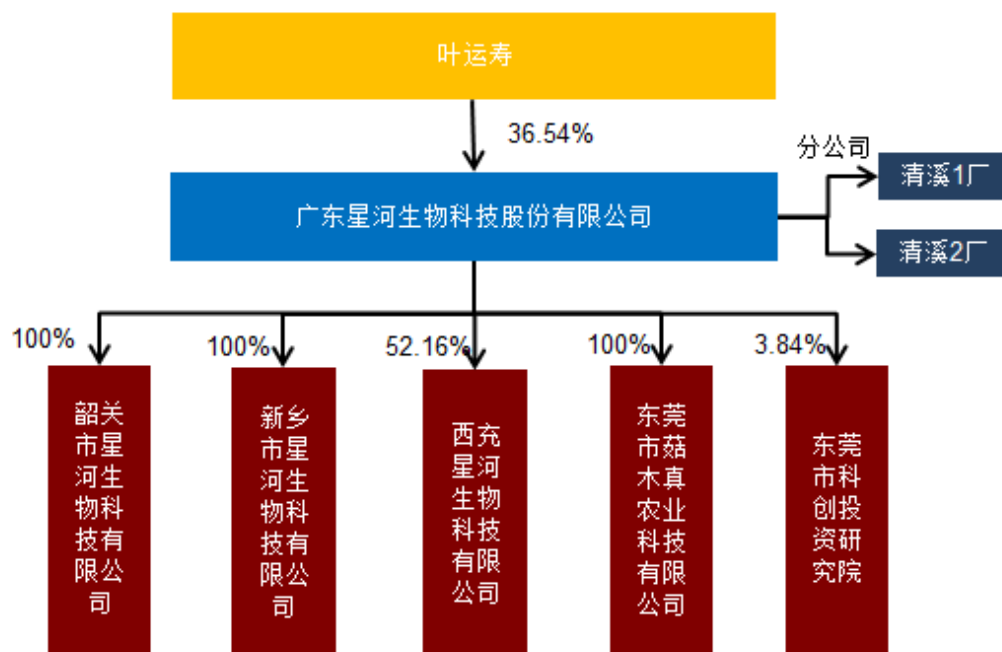
资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

3、公司股权结构：管理层部分持股，与股东利益较好的绑定

公司是民营企业，公司创始人、董事长兼总经理叶运寿为大股东，持股 36.54%。叶运寿董事长自 2002 年开始即在公司开展金针菇的工厂化生产，食用菌工厂化生产与管理的经验丰富。公司部分管理层也持有公司股份，实现管理层与股东利益较好的绑定。

公司主要子公司包括韶关星河、西充星河等。韶关星河为成立于 2004 年的子公司，主要经营广东韶关基地（金针菇、真姬菇与白玉菇）；西充星河成立于 2010 年，2011 年增资收购，主要经营四川南充基地（金针菇、杏鲍菇）。

图 8: 公司为管理层部分持股的民营企业



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 9: 公司董事长及部分高管持有公司股份

高管	职务	持股数(截至 2014 年一季报, 万股)	占比
叶运寿	董事长/总经理	5386.64	36.54%
黄清华	副总经理/董事/董事会秘书	94.70	0.64%
谈震宇	监事会主席	35.62	0.24%
许喜佳	副总经理	7.66	0.05%

注: 谈震宇与许喜佳非前十大股东, 持股数量为去年年报数据

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 10: 公司主要子公司主营业务与收入情况

公司名称	成立时间	主营业务	2013 年营业收入(万元)	2013 年营业利润(万元)	2013 年净利润(万元)
韶关市星河生物科技有限公司	2004 年	种植、销售食用菌; 销售农副产品; 生产、销售食用菌菇泥有机肥	10049.61	-1263.90	-1393.83
新乡市星河生物科技有限公司	2011 年	食用菌种植、销售; 食(药)用菌和其他有益微生物育种、引种及相关产品的研究和开发	0.00	-8084.63	-8085.13
西充星河生物科技有限公司	2010 年, 2011 年被增资控股	食用菌的研发、生产、销售	5605.29	-712.38	-350.66

东莞市菇木真农业科技 有限公司	2012年	研发食用菌的种植、保鲜技术及其技术转让；销售食用菌、蔬菜、水果。主要做以电商为主的经销商品业务(OEM代工产品)	165.97	-337.64	-337.82
--------------------	-------	--	--------	---------	---------

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

二、食用菌价格见底，催动公司业绩向上拐点

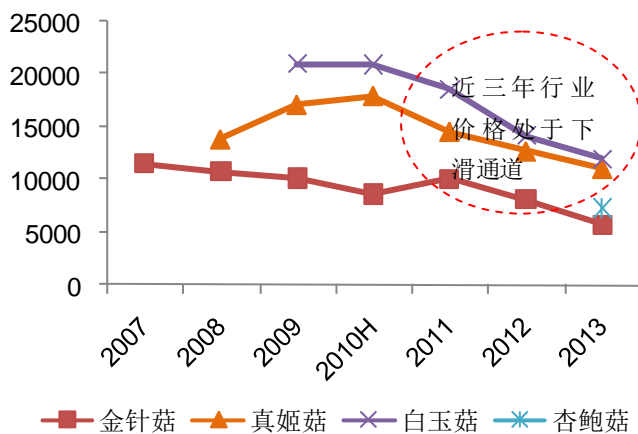
1、行业已在低价位运行三年，中小企业亏损推动价格拐点来临

1-1、食用菌行业竞争格局恶化致价格 11 年开始进入下降通道

金针菇工厂化快速扩张致竞争环境恶化，但同时带来行业价格下行：

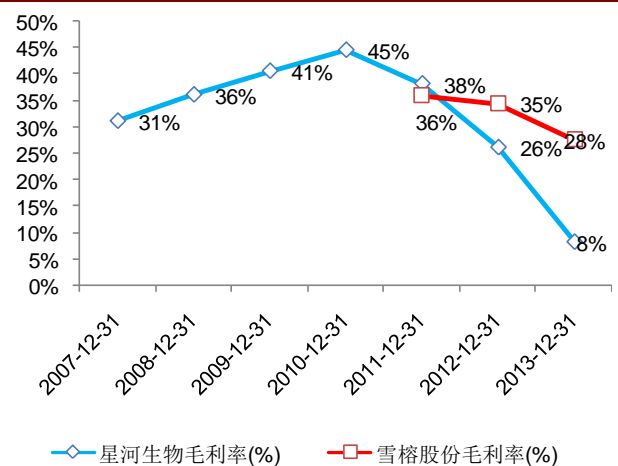
- ◆ **2011 年开始食用菌价格进入下降通道：**金针菇价格从 11 年的最高点每吨 1 万元加速下滑，至 2013 年每吨价格接近 5000 元左右，真姬菇和白玉菇价格 11-13 年也有不同程度的下降；
- ◆ **10 年前的行业高价格导致行业毛利率较高，吸引业外资本进入，食用菌工厂化进程快速推进：**2010 年前食用菌的毛利率逐年提升，且在 2010 年达到 45%（星河生物数据），从而吸引了很多业外资本加入食用菌工业化生产中；2010 和 2011 年食用菌工厂化企业数量分别增加 80%和 47%；

图 11：从星河生物产品销售价格来看，2011 年开始食用菌价格进入下滑通道



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

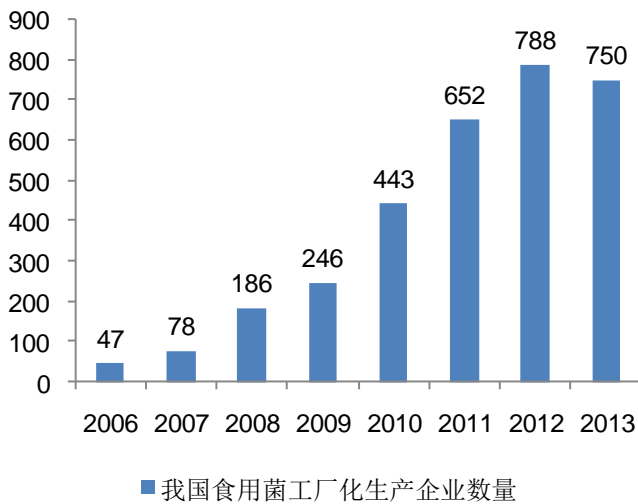
图 12：食用菌企业星河生物和雪榕生物毛利率变动情况：10 年前维持高位



资料来源：Wind，宏源证券

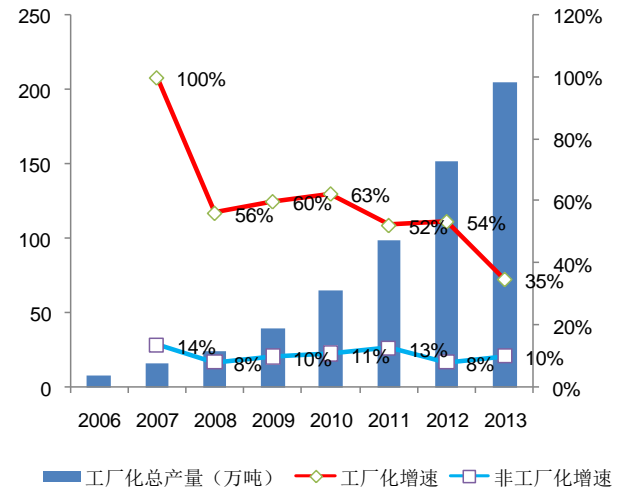
- ◆ **10 年开始食用菌工厂化数量的快速提升导致食用菌工厂化供给急剧提升，竞争环境恶化推动食用菌价格下降：**从产量来看，07 至 13 年报工厂化食用菌产量年复合增长 60%左右，而同期食用菌总产量年复合增长 11%，显示出散户生产模式增速相对较慢，工厂化企业之间竞争加剧、且无序化，食用菌价格从 10 年开始出现下滑；

图 13: 我国食用菌工厂化数量从 10 年开始快速提升, 但近几年增速放缓



资料来源: 中国食用菌年鉴, 宏源证券证券研究所, 注: 12 年企业包括在建项目

图 14: 食用菌行业工厂化产量保持每年 35%以上增长 (单位: 万吨)



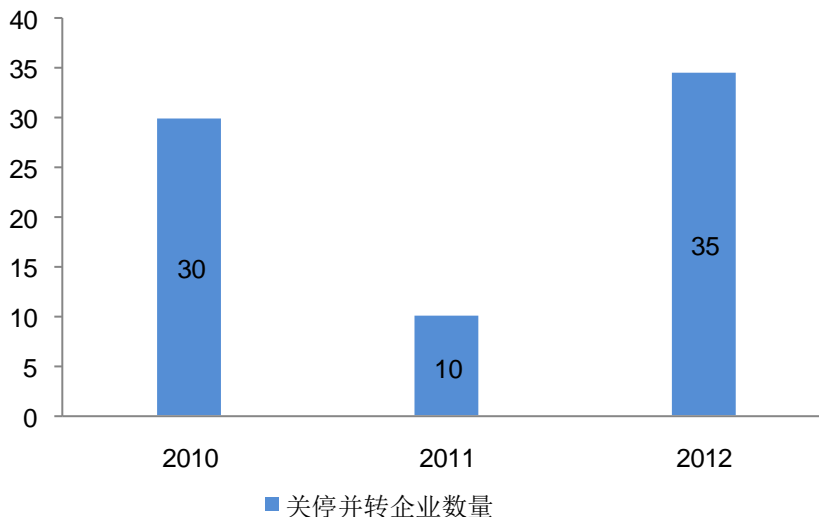
资料来源: 中国食用菌年鉴, 宏源证券证券研究所

1-2、小企业加速退出市场, 金针菇价格拐点来临

近三年行业低价位运行导致企业大范围亏损, 部分小企业倒闭转行, 行业竞争格局向良性化方向转变:

- ◆ 我们预计 12 年关停并转的工厂化企业占比达 15%, 散户关停并转更多: 成熟品种金针菇工厂化率远高于行业, 13 年工厂化生产企业达 238 家, 占比达 34%, 10 至 12 年金针菇关停并转企业分别为 30、10 和 35 家, 是整个食用菌关停并转的主要部分, 且 12 年减产企业达 40 家, 金针菇行业价格的下行导致亏损和退出企业增多;

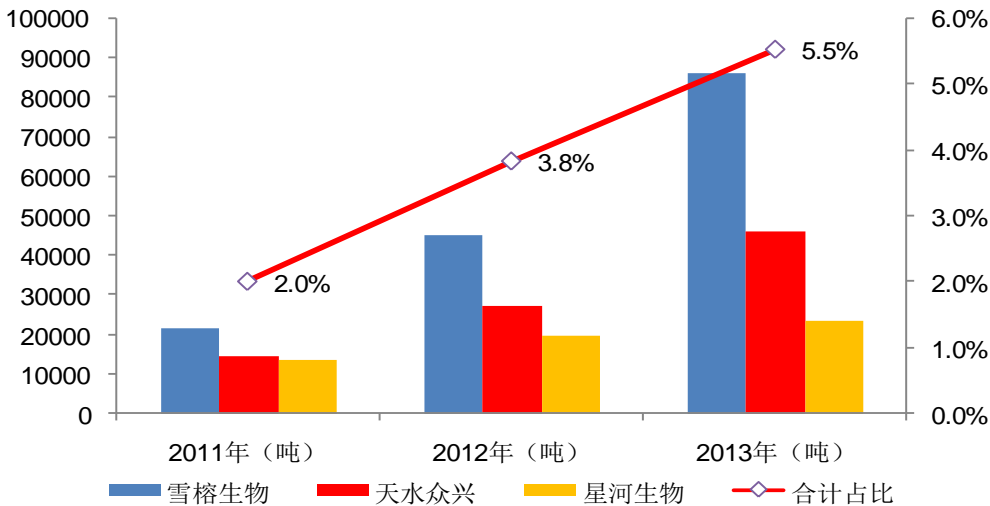
图 15: 金针菇工厂化关停并转数量 12 年达 35 家, 预计占比 15%左右



资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

- ◆ 金针菇行业参与者的退出推动行业良性发展，金针菇价格有望企稳回升：价格下降导致行业内农民菇企业大范围退出市场，且行业从 12 年开始部分金针菇生产企业已经开始转产杏鲍菇等其他毛利率相对较高的产品；
- ◆ 优势公司利用行业调整期快速增加产能，实现市场份额快速提升，2011 年至 2013 年雪榕生物、天水众兴和星河生物销量均实现快速增长，合计市场占有率实现翻倍增长，金针菇竞争格局逐步优化，价格反弹可期；

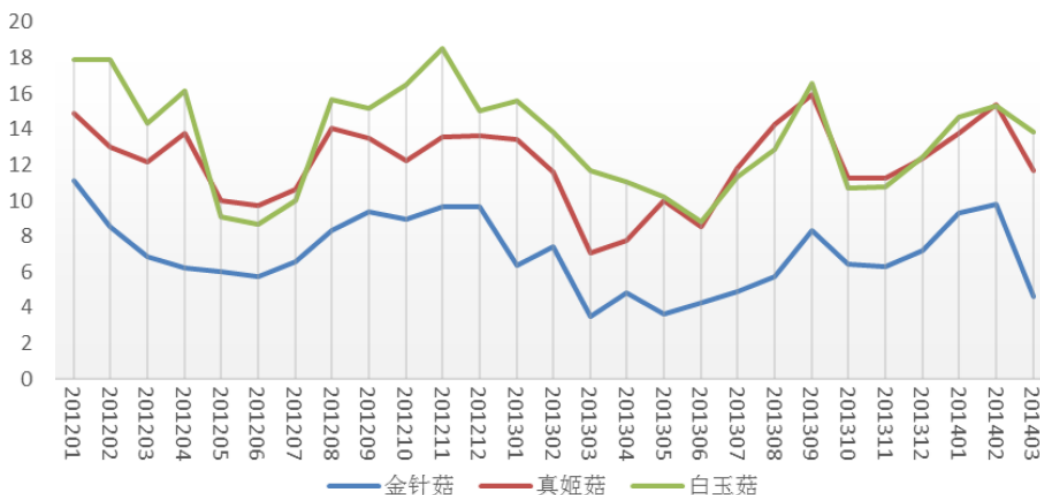
图 16: 三家主要金针菇企业销量占比快速提升



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

- ◆ 14 年开始金针菇销售价格的月度同比已经开始回升；此外，居民消费升级推动产品质量差异化、产品品牌化产品价格提升：随着人均可支配收入的提升，消费升级将是未来十年农产品消费的主旋律，优质企业有望摆脱低价竞争的桎梏，通过优质或品牌产品实现价格的提升。

图 17: 14 年开始金针菇销售价格的月度同比已经开始出现回升（星河生物销售数据）



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2、14年将是公司盈利拐点，2H有望实现业绩高增长

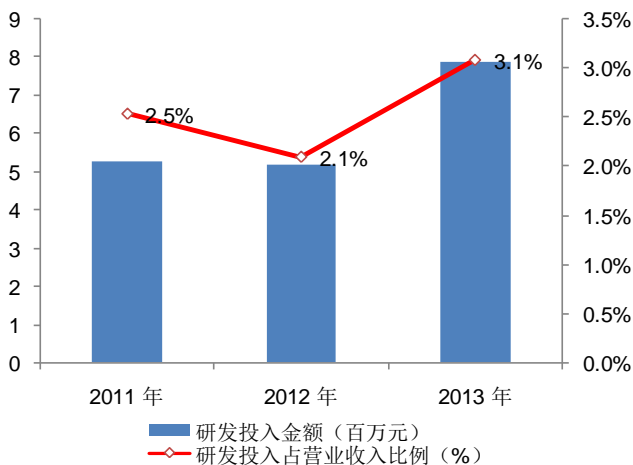
2-1、公司单产提升+行业价格回升，公司1Q已经开始盈利

工厂化食用菌的主要成本包括培养基、电力（空调制冷）、厂房设备折旧、人工等，对每年固定的投瓶量而言，单个培养瓶分摊到的成本基本是固定的，因此收入和利润取决于单瓶的产量（生物转化率）、单位售价、污染率，产量和价格的边际增量几乎不增加成本，全部成为净利润。

公司今年的内外部环境均处于拐点开始改善：①公司通过引入外部人才，改善内部管理，提高单瓶产量、降低污染率；②外部行业在经过3年的下滑后也接近底部，有望出现价格回升；③公司目前处在盈亏平衡点附近，价格的小幅上涨既可以引起利润增速的巨大弹性。

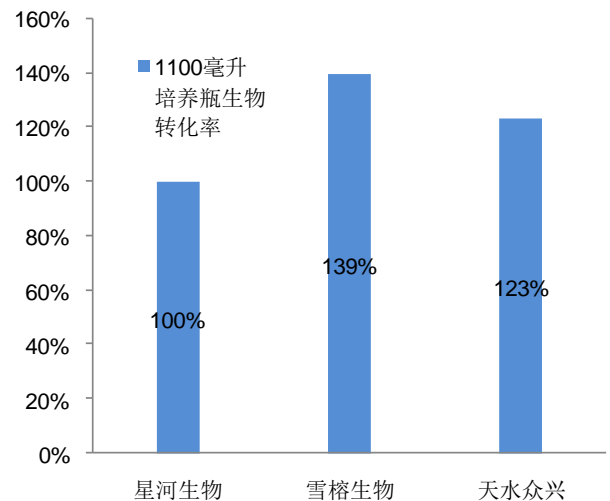
◆ 公司引入人才，加强管理，单产将有所提高：2013年公司研发投入同比提升52%，研发投入占比达3.1%，此外，公司引进人才扩大了研发团队人员，对金针菇等品类进行优选，通过改进技术和调整配方提高整体产品品质和生物转化率；

图 18: 2013 年公司研发投入占比提升 1 个百分点（百万元）



资料来源：公司年报，招股说明书，宏源证券研究所

图 19: 公司生物转化率有所提升，但与行业龙头雪榕生物相比仍有较大提升空间



资料来源：公司年报，招股说明书，宏源证券研究所（星河生物为估算值）

◆ 区域布局避开竞争激烈区域，带动公司整体销售价格回升：食用菌类产品有一定的运输半径，且远距离运输将增加产品成本，公司目前产能主要分布在东莞和韶关等地，广东食用菌市场竞争激烈，价格相对较低，未来公司有望盘活河南新乡资产，建立新的产能，解决运输半径问题，覆盖西部和北部市场，带动公司整体销售价格提升；

图 20: 13 年行业主要产能结构（吨）

企业	省份	食用菌日产总产能（吨）
雪榕生物	上海	270
如意情	湖北	250
天水众兴	甘肃	170
星河生物	广东	104

图 21: 我国各区域金针菇价格差异较大

地区	8 月 5 日主要市场金针菇批发价格（元/kg）
北京	6-7
江苏	5.5-12
浙江	6-8

花绿生物	江苏	85
山东荣丰	山东	78
光明森源	上海	70
绿雅江苏	江苏	70
连云港香如	江苏	65
田园实业	辽宁	65
芳绿农业	山东	62.5
汇利生物	山东	60

资料来源：宏源证券研究所

四川	12-13
山东淄博	4.8
广东汕头	7
新疆	11-16
陕西咸阳	4.3
黑龙江鹤岗	8
福建福鼎	12
湖北	3-7.5

资料来源：全国农产品商务信息公共服务平台，宏源证券研究所

图 22: 公司目前产能主要分布于广东省和四川，未来将向河南靠近

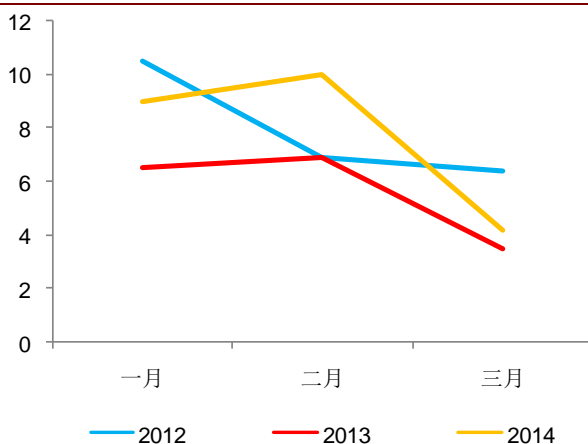
省份	基地	金针菇	杏鲍菇	真姬菇	白玉菇
广东	塘厦基地		6 吨		
	韶关基地	18 吨		14 吨	7 吨
	清溪一基地	26 吨			
	清溪二基地			7 吨	
四川	西充基地	40 吨	25 吨		
河南	新乡基地	150 吨，暂停			

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

注：2014 年预计西充基地新增产能金针菇 10 吨，杏鲍菇 23 吨

- ◆ 1Q 金针菇价格同比已经出现回升，在 1、2 月旺季，单价较去年提升近 3 元：且根据公司和行业历年经验，在 2Q 销售淡季，金针菇价格是全年最低点，3、4 季度旺季价格将显著回升，公司 2Q14 业绩出现下滑，但我们判断，2Q 将是 14 年全年业绩低点，3 季度开始公司业绩将逐步提升；

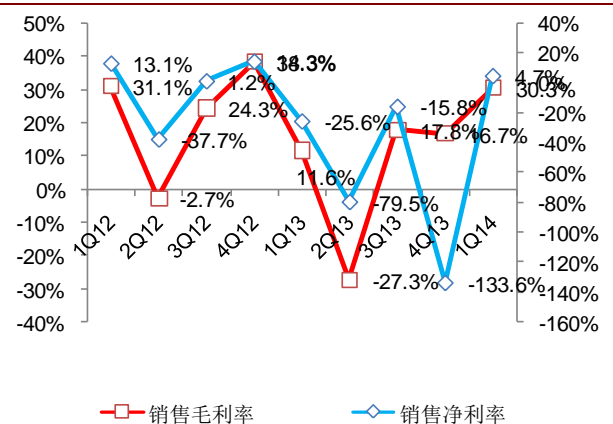
图 23: 2014 年 1-3 月份公司金针菇销售价格较 13 年同比提升 (元)



注：根据公司购买资产公告图表估算

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 24: 1Q14 公司销售毛利率和净利率均为正值



资料来源：Wind，宏源证券研究所

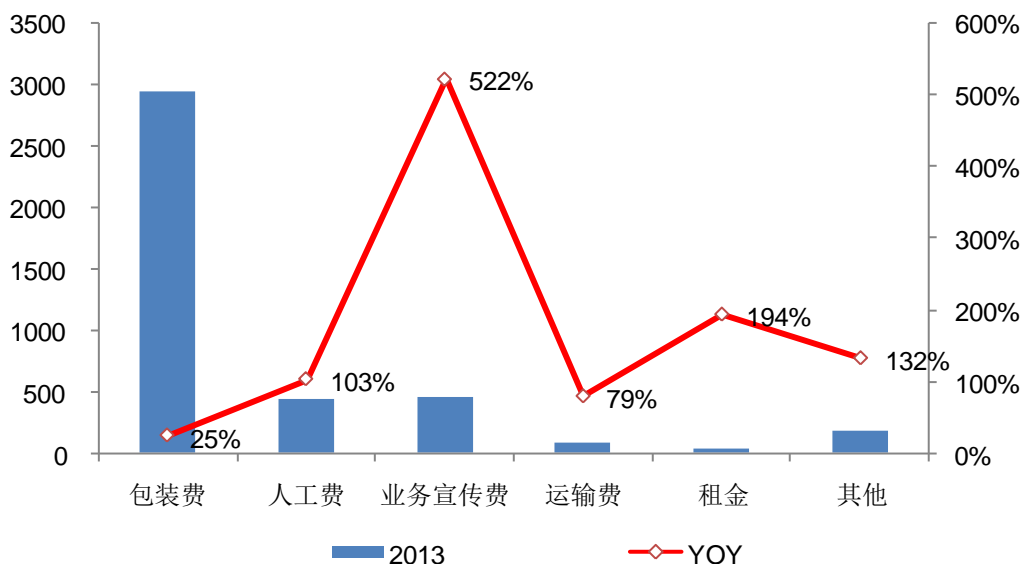
- ◆ **杏鲍菇行业销售价格已逐步稳定，14年产能释放带动业绩增长：**14年公司四川西充生产基地杏鲍菇产能开始投产，预计今年合计产能将达日产25吨，我们从行业调研情况了解到杏鲍菇价格已经开始逐步企稳，14年杏鲍菇将贡献业绩。

2-2、业绩测算：14年是公司经营转折年

核心假设：

- ◆ 采用14年下半年金针菇价格较上半年增长20%的保守估计；
- ◆ **假设14年、15年公司成本结构中原材料下降5%、工资下降10%、折旧总额维持不变，此假设的合理性：**(1)根据我们了解的情况公司金针菇生物转换率为100%左右，即出产1公斤金针菇需要1公斤左右的原料，但近几年公司生物转换率有所提高，我们预计14年公司原材料成本较13年下降5%；(2)工资方面，预计公司今年工人人数较去年有所下降，我们假设单位产品工资下降10%；(3)公司13年因西充基地建设折旧影响导致折旧率上升，我们假设未来折旧金额维持在13年水平；
- ◆ 13年公司销售费用大幅提升，主要是包装费随销量大幅增长，但13年西充增加的金针菇及杏鲍菇均以大包装(5斤/包)为主，大包装的包装费相对低很多预计销售费用增速也将减缓，**我们预计14-15年公司销量增加20%，但包装费用增加15%**，我们假设运输费用14年增加20%，其他费用保持不变，按14和15年金针菇收入占比估算费用率(分别为50%和56%)，按此假设14-15年金针菇销售费用率为12.4%和11%；
- ◆ 公司13年因资产规模扩大、研发项目增加、筹划重大资产重组等导致相应费用增加导致管理费用增长49%，我们预计后续投入继续增加的可能性比较小，假设14年管理费用将回归至14.7%，15年为11.4%。银行贷款增长导致13年财务费用高企，预计14年财务费用不变，财务费用率为3.3%，15年与14年一致。

图 25: 2013 年销售费用拆分



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

- ◆ 依据行业销售的季节性特点，公司下半年销售价格一般高于上半年平均价格的 30% 以上，但我们终端调研显示，因天气因素今年上半年价格较去年同期偏高，随着市场竞争结构的改善，下半年价格上涨幅度保守估计 20% 以上，根据量价关系推算在金针菇价格变动情况下 2H14 和 15 年公司盈利情况：

图 26: 14 年下半年价格变动对金针菇盈利影响情况测算

	保守	中性	乐观
2H14 价格较 1H14 增长	20%	30%	40%
2014 年金针菇价格	6.72	7.08	7.4
14 年价格较 13 年增长	17%	23%	29%
收入 (百万)	189	199	209
毛利率	22%	26%	29%
净利润(万)	-1640	-630	3.8
14 年下半年净利润 (万)	亏损 400	490	1400

资料来源: 宏源证券研究所

图 27: 保守假设下金针菇盈利情况测算

		2013	1H14	2H14	2014	2015
收入	销量 (吨)	23406	11234.88	16852.32	28087.2	33704.64
	价格 (元/千克)	5.75	6	7.2	6.72	8.064
	收入 (百万)	134.58	67.41	121.34	188.75	271.79
成本	单位产品原材料(元)	1.78	1.69	1.69	1.69	1.69
	单位产品工资(元)	0.53	0.48	0.48	0.48	0.48
	单位产品折旧(元)	1.02	0.85	0.85	0.85	0.85
	单位产品水电费(元)	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
	单位产品其他费用(元)	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
	单位产品成本合计(元)	5.57	5.26	5.26	5.26	5.26
毛利率		3.1%	12.3%	27.0%	21.7%	34.8%
毛利		4.21	8.32	32.70	41.02	94.52
YOY					874%	130%
销售费用率		16.3%	12.4%	12.4%	12.4%	11.0%
管理费用率		22%	14.7%	14.7%	14.7%	11.4%
财务费用率		4.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
净利润		-52.5	-12.2	-4.2	-16.4	24.6

资料来源: 宏源证券研究所

三、进军牛肉产业，分享牛肉消费量价齐升盛宴，打造协同效应

1、收购河南牛肉产业龙头洛阳伊众，整合渠道资源，提升盈利能力

公司拟通过发行股份与支付现金的方式，投入 4.65 亿元收购洛阳伊众清真食品有限公司合计 93% 股权，进军肉牛养殖、屠宰及牛肉生产领域。近年来牛肉价格一直呈现单边上涨的趋势，公司收购牛肉产业的优质资产，整合双方的经销渠道，将有助于提升盈利能力：

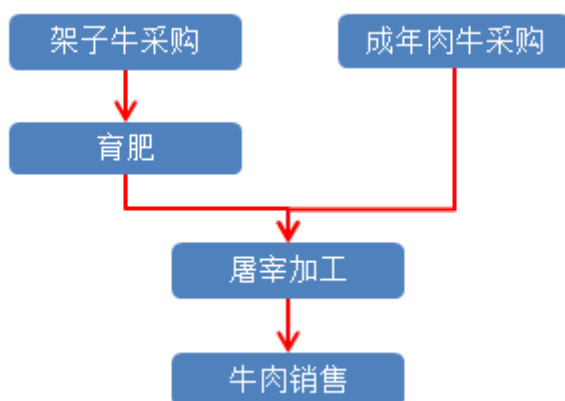
- ◆ **洛阳伊众是河南区域型牛肉产业龙头企业，具备年屠宰加工 4 万头肉牛的生产基地：**
洛阳伊众是河南农业产业化重点龙头企业，业务集中在牛肉产业链，**具备年屠宰 4 万头肉牛，加工 1 万吨生鲜牛肉与 5000 吨熟食的产能。**公司产品包括鲜冻牛肉制品与深加工制品，旗下子公司为具备年出栏 4000 头育肥肉牛的宜绿牛业，以及正在建设年出栏 3 万头育肥肉牛的肉牛科技；
- ◆ **牛肉价格近年来呈现单边上涨的趋势，星河生物整体抗风险能力与可持续盈利能力将增强：**过去几年来牛肉价格与工厂化食用菌价格走势出现了较大分化，牛肉一直处于供给偏紧但需求旺盛的状态，价格持续稳步上升，99-13 年牛肉价格涨幅超过 9%。牛肉产业链的引入，将熨平公司业绩波动，有助于增强抗风险能力与可持续盈利能力；
- ◆ **洛阳伊众具备 352 家各类渠道商，覆盖华中、华东与华北地区，渠道布局更加完备：**洛阳伊众 352 家渠道商中，包括 199 家经销商、38 家餐饮店、19 家专卖店、96 家加工厂及其他零售类渠道商，分布区域包括华中、华东与华北地区。相比较星河生物渠道主要分布在华南地区的农贸批发市场，洛阳伊众的渠道建设更加成熟与完备；

图 28: 公司拟投入 4.65 亿收购洛阳伊众 93% 股权

操作方式	对应股权或资金	用途
向洛阳伊众老股东发行股份购买资产，拟发行价 9.17 元，发行数量 4056.7 万股	对应 74.4% 的股份或 3.72 亿	收购 93% 股份，支付股权转让款共计 4.65 亿元
向大股东与机构投资者增发，发行底价 8.26 元，发行股份 1876.51 万股，共募集资金不超过 1.55 亿	支付现金 9300 万，对应 18.6% 的股份	
	募集资金 6200 万	用作伊众子公司肉牛科技的运营资金

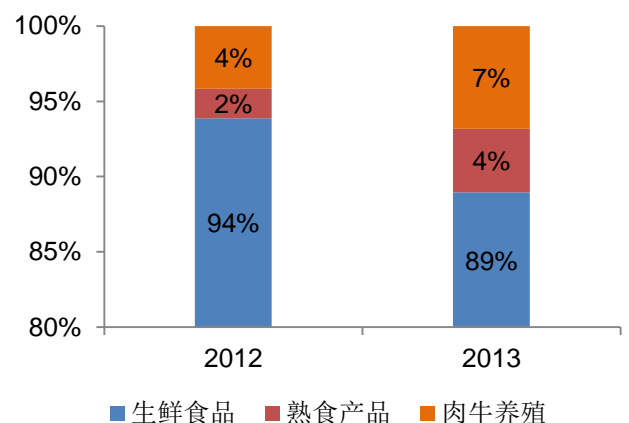
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 29: 洛阳伊众主营业务为肉牛养殖屠宰及牛肉加工



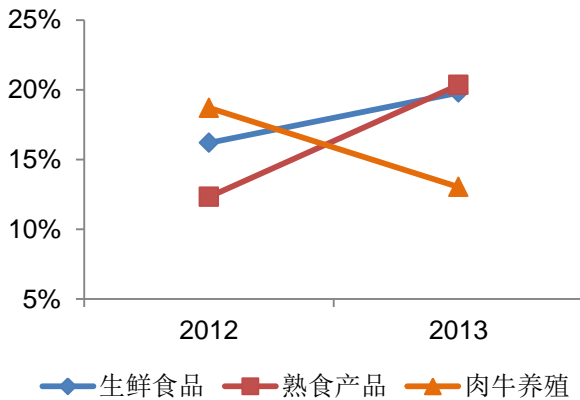
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 30: 伊众 13 年生鲜食品收入占比最大，为 89%



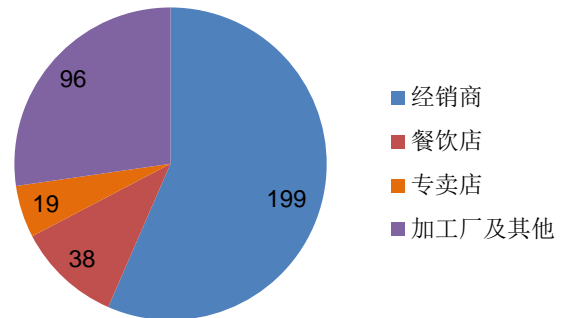
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 31: 洛阳伊众 13 年生鲜与熟食产品毛利率均提升



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

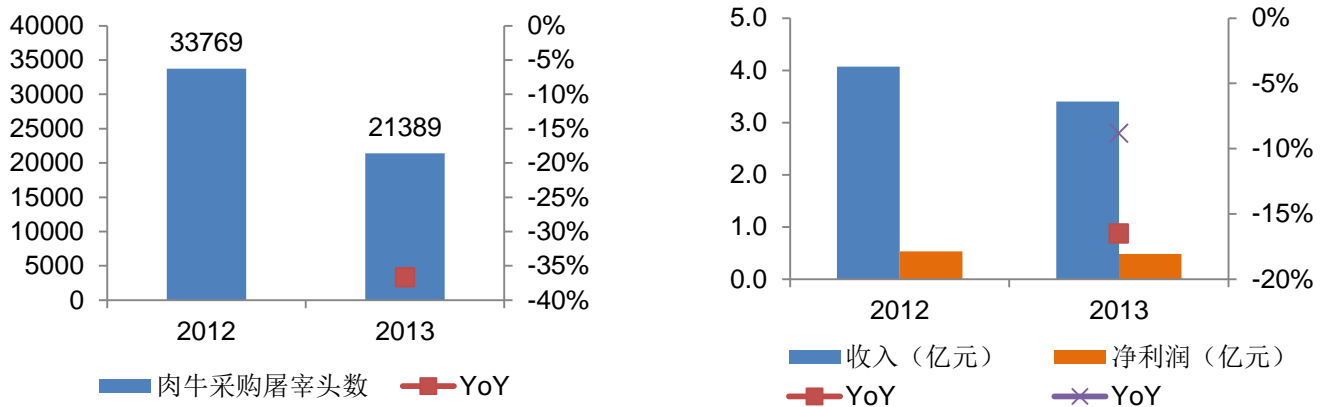
图 32: 洛阳伊众共有 352 家各类渠道商



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

- ◆ **洛阳伊众去年收入 3.4 亿, 净利润 4832 万, 当年屠宰肉牛头数下降导致净利润出现下滑:** 洛阳伊众去年收入 3.4 亿, YoY-17%, 净利润 4832 万, YoY-9%。公司毛利来源主要是屠宰加工环节的价差总额, 收入与利润波动主要取决于当年屠宰肉牛头数。去年公司由于肉牛科技产能建设与银行信贷支持减少, 流动资金较紧张, 收购与屠宰肉牛头数下滑 37%。具备多方位融资渠道的星河生物入主将改善洛阳伊众的资金状况与盈利能力;
- ◆ **公司去年尽管业绩下降, 但净利润降幅大幅低于屠宰肉牛头数, 显示较强的业绩弹性:** 去年屠宰头数下滑 37%, 但净利润仅下滑 9%, 主要原因是: 1) 牛肉价格持续上涨, 生鲜品单价上涨 37%; 2) 屠宰加工利差略有扩大, 生鲜品毛利率提高 3.6pct; 3) 牛肉深加工产品业务逐步起步, 毛利率提升 8pct。这显示出公司具备较强的业绩弹性, 一旦资金得到补充, 屠宰肉牛头数恢复正增长, 则净利润将加速恢复;
- ◆ **募集资金中 6200 万将用于作为建设出栏 3 万头肉牛产能的营运资金, 有助于保证牛源供应, 提升盈利能力:** 公司配套募集资金中的 6200 万将用于子公司肉牛科技的肉牛基地建设项目的营运资金安排。新产能建成后将新增年存栏 1 万头肉牛、出栏 3 万头肉牛的产能, 从而保证牛源供应 (去年外购牛源占比 80%)。而与此同时营运资金可用于采购架子牛育肥, 3 个月后即可出栏屠宰, 整体盈利能力有望提升。

图 33: 资金不足导致洛阳伊众去年屠宰量、收入、净利润出现下降



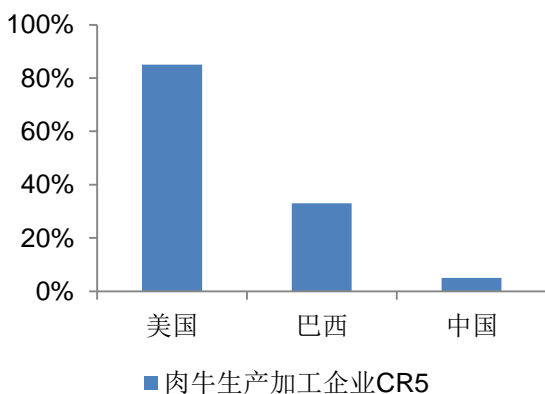
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

洛阳伊众所在的河南省是国内肉牛养殖大省,尤其是豫西地区母牛的存栏量一直保持较大规模。洛阳地区现有能繁母牛存栏量约 40 万头。对于公司屠宰加工基地所在的洛阳龙门地区,其他同行业公司还有伊赛牛肉、科尔沁牛业及长春皓月:

- ◆ 全行业角度看,肉牛产业品牌化程度较低,按产量计算的 CR5 预计不超过 5%,显著低于国外水平:我国肉牛产业品牌化的程度很低,按产量计算的 CR5 预计不超过 5%,显著低于国外水平。行业里缺乏有绝对品牌影响力的龙头企业,主要的几个大型企业各自竞争优势并不非常突出,同质化较大,品牌渠道上未来尚待进一步提升;
- ◆ 洛阳伊众在河南大本营市场产能规模较大,品牌基础较好:洛阳伊众在省内市场的产能规模超过竞争对手,且在省内及周边地区深耕多年,销售渠道多样化,在大本营市场具备较好的品牌与渠道优势;
- ◆ 全国范围看,洛阳伊众的产能与品牌影响力与竞争对手差距较大,未来亟待产能+区域扩张:但是从全国范围来看,相比较皓月集团、科尔沁牛业等大公司,洛阳伊众的产能规模尚小,品牌影响力有限。因此,洛阳伊众亟需补充资金,来加大产能建设并稳步推进区域扩张,进一步打造在牛肉行业的品牌影响力。

图 34: 我国肉牛屠宰加工行业集中度很低



资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

图 35: 河南主要肉牛屠宰加工品牌的产能分布



资料来源: 宏源证券研究所

图 36: 洛阳伊众与可比公司在收入、区域分布与品牌影响力上的对比

公司名称	13 年收入规模	区域分布	品牌影响	销售渠道
洛阳伊众	3.4 亿	河南为主，辐射至华中、华东及华北地区	河南省著名商标，在河南省内及周边地区具有较好的品牌影响力，正在向其他地区延伸	经销商为主，结合商超、自营与加盟店销售
伊赛牛肉	12 年预计约 3 亿	已经辐射到全国各地主要城市，专卖店以郑州为中心，辐射至华中、京津唐、长三角与珠三角地区	先后为奥运会、世博会、亚运会与全运会等提供牛肉，是“河南省著名商标”，定位中高端，在郑州中高端市场份额 60%	省级经销商代理 + 牛肉专卖店网点销售
科尔沁牛业	预计 20 亿	主要集中在内蒙、东北与中原地区（南阳有加工厂）	08 年奥运会指定供应商，是内蒙古牛肉产业龙头	经销与直销相结合
皓月集团	预计收入规模较大	东北市场为主导，华北市场为延伸，辐射华东、华南、华中等地区（在南阳建有生产基地），并出口至中东、东南亚及东欧市场	以肉牛羊系列精深加工为主营的国家级现代农业产业化重点龙头，拥有“中国驰名商标”、“中国名牌”等	200 多个经销商网络，以经销批发为主

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 37: 洛阳伊众与可比公司在产能、牛源供应等方面的综合对比

公司名称	产能	牛源供应	饲料供应	综合特点
洛阳伊众	年屠宰 4 万头肉牛，加工 1 万吨生鲜肉与 5000 吨熟食	80%收购自省内及周边地区，20%为架子牛育肥	处于主要产粮区，饲料供应充沛	区域性品牌，品牌基础较好，产能规模与区域分布有待扩张，近年来急需补充流动资金
伊赛牛肉	包括 4 大类 200 余种产品，生产生鲜牛肉超过 3000 吨，熟食牛肉超过 360 吨	公司+合作社+农户，地处肉牛养殖区河南焦作	处于主要产粮区，饲料供应充沛	中高端牛肉市场有优势，品牌影响力较大，产能有待进一步扩张
科尔沁牛业	年屠宰 20 万头肉牛，生产冷鲜、冷冻肉 4 万吨	公司+基地+农户，占据两大牛源地	处于主要产粮区，饲料供应充沛	依托科尔沁牛与科尔沁草原，在内蒙与东北地区较有影响力
皓月集团	年产 20 万吨优质牛肉，产能为年屠宰 50 万头肉牛，加工 10 万吨熟食制品，开发清真熟食制品 4 大系列 300 多个品种	收购为主	位于产粮基地，饲料供应充足	起步早，规模大，在全国范围内具备一定的品牌影响力，且出口量较大，综合实力较强

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

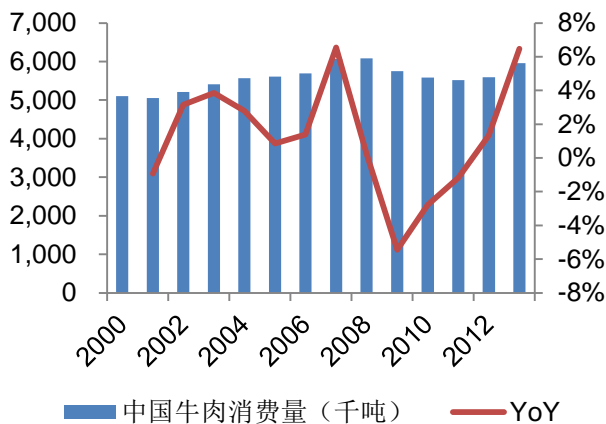
2、牛肉产业发展空间大，未来仍将保持量价齐升的高景气态势

2-1、收入提升+饮食习惯改变，牛肉消费持续增长

我国牛肉消费量保持增长趋势，在肉类饮食结构中占比也保持提升，且天花板较高。居民收入提升与饮食习惯的改变，将长期驱动牛肉消费量增长：

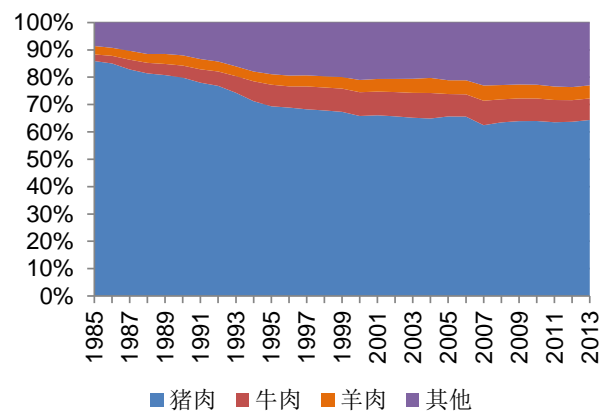
- ◆ **我国去年牛肉消费量达 5959 千吨，增长 6.5%，金融危机以后增速呈现提升趋势：**
我国去年牛肉消费量达 5959 千吨（胴体当量），同比增长 6.5%。金融危机后 09 年我国牛肉消费量出现负增长，但随后几年增速逐步回升，目前已经是历史最高水平。从更长的时间跨度来看，我国肉类消费结构中，猪肉占比呈现下降趋势，牛羊肉等其他肉类占比提升，牛肉产量占比已从 3% 提升至 5%；
- ◆ **国际比较来看，即使与东亚南亚国家相比，我国人均牛肉消费量仍然处于较低水平，提升空间很大：**我国 12 年人均牛肉消费量仅为 4 公斤，在国际上处于较低水平。欧美国家由于经济发达且生活习惯的原因，牛肉消费量较高。而在东亚与南亚国家中，日本与巴基斯坦分别为 7 与 4 公斤。可见我国人均牛肉消费量提升的空间很大；
- ◆ **牛肉消费的驱动因素：收入提升+饮食习惯改变：**我国牛肉消费持续增加的驱动因素是居民收入提升与饮食习惯改变，未来仍将继续存在，推动消费量增长：1) 居民收入提升带来消费升级，蛋白质氨基酸含量高、脂肪含量低的牛肉对猪肉的替代作用逐步释放；2) 西方饮食文化正在加快融入到日常生活中（西餐、韩式烧烤等），牛肉在膳食结构中占比逐步增加。

图 38: 我国去年牛肉消费量达 5959 千吨，增长 6.5%



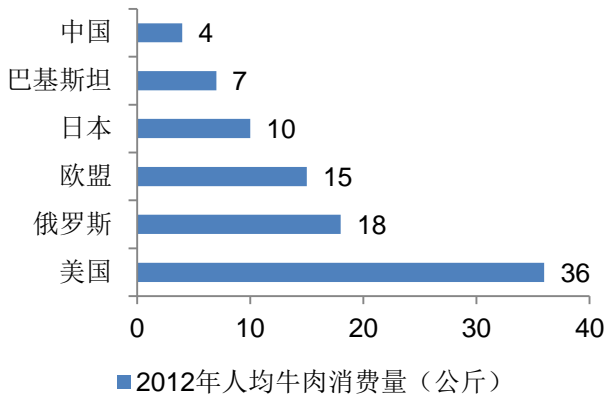
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 39: 我国牛肉产量占比已从 3% 提升至 5%



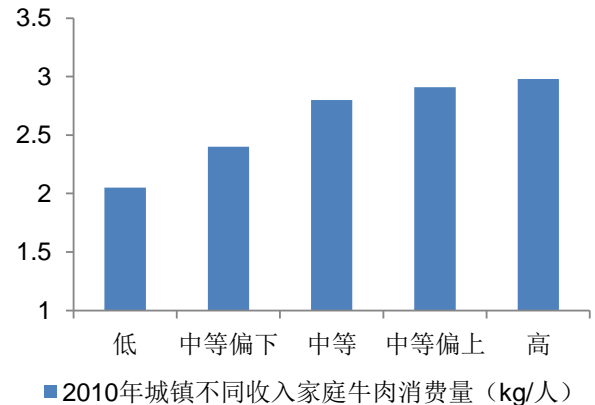
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 40: 国际比较, 我国人均牛肉消费量提升空间大



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 41: 城镇家庭收入越高, 人均牛肉消费量越大



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

2-2、供给短缺导致价格多年来持续上涨

不同于猪肉价格历年来呈现较显著的“猪周期”波动, 我国多年来牛肉价格基本呈现持续上涨的态势。全国平均牛肉大宗价从 1999 年的 13 元/千克上涨至 2013 年末的 45 元/千克, 年均增速超过 9%, 大幅高于 CPI 涨幅:

图 42: 我国牛肉价格多年来呈现持续上涨趋势

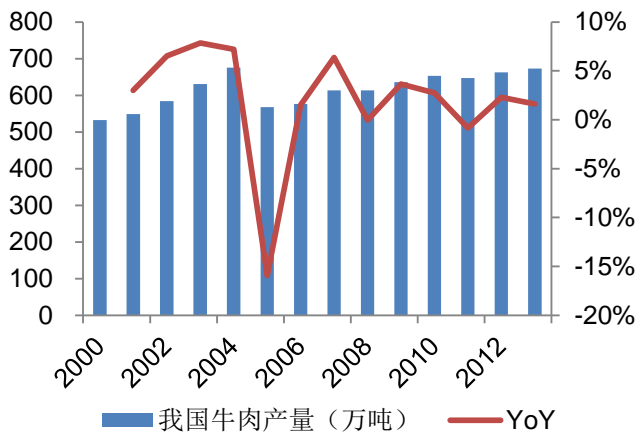


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ **牛肉价格持续上涨的直接原因: 供给短缺+存栏量下降:** 从最直接的牛肉供给与需求角度分析, 牛肉消费量年均增长 5%左右, 未来还有提升的可能; 而牛肉供给近年来平均增长 2%, 导致市场对于牛肉需求量的增长超过了肉牛养殖供给端的增长速度。同时还可以看到牛的存栏量反而是稳中有降, 这使得牛肉供给的后备不足, 反过来又

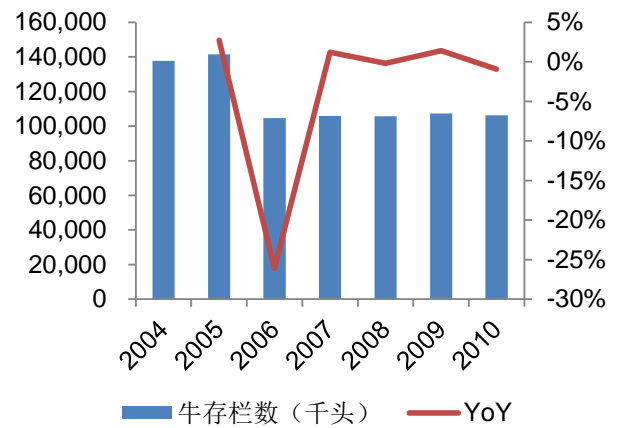
会推升牛肉价格的上涨;

图 43: 我国牛肉产量近五年平均增速约 2%



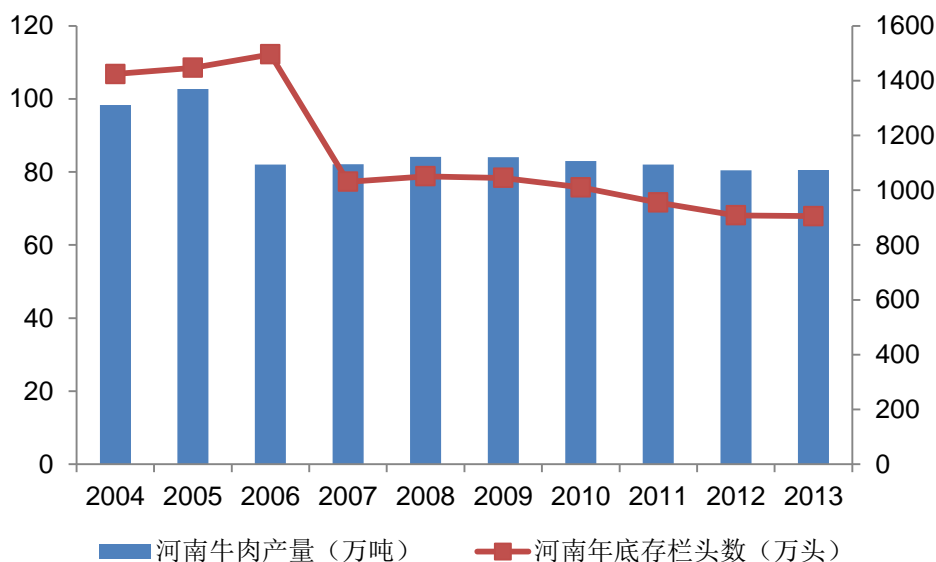
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 44: 我国牛存栏量呈现稳中有降的趋势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 45: 河南近年来牛肉产量不增长, 存栏量呈现下降趋势



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

- ◆ **牛肉价格持续上涨的深层次原因: 分散养殖占主流+肉牛成长周期长:** 我们认为牛肉价格持续上涨的深层次原因在于两个维度: 1) 从禽畜的生长周期看, 牛是单胎动物, 且生长周期较长, 肉牛从出生至育肥成熟需 18-24 个月 (猪需 1 年); 2) 我国肉牛生长还停留在分散饲养为主导的初级发展阶段, 规模化生产体系尚未形成。河南省 09 年年出栏 1000 头牛以上的牛场仅 146 家, 数量占比仅为 3.8%;

图 46: 肉牛的生长周期相对较长, 增加了不确定性

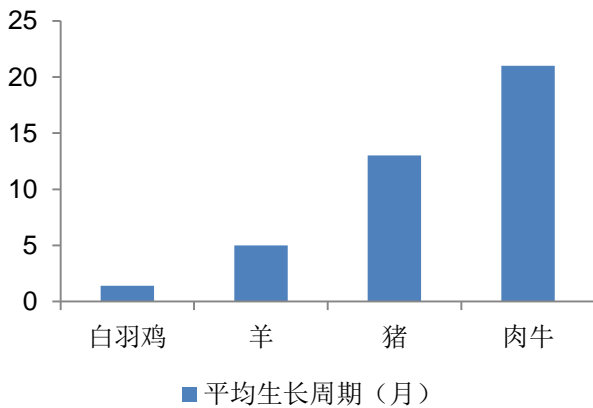
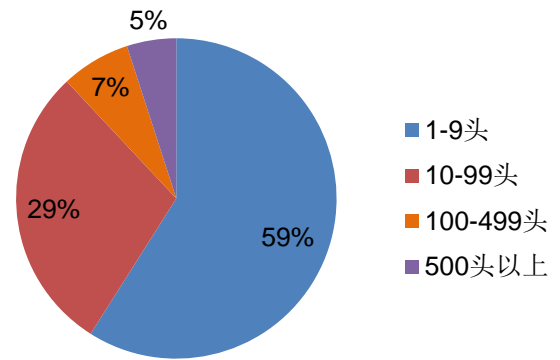


图 47: 我国肉牛养殖业规模化程度较低 (2009 年)

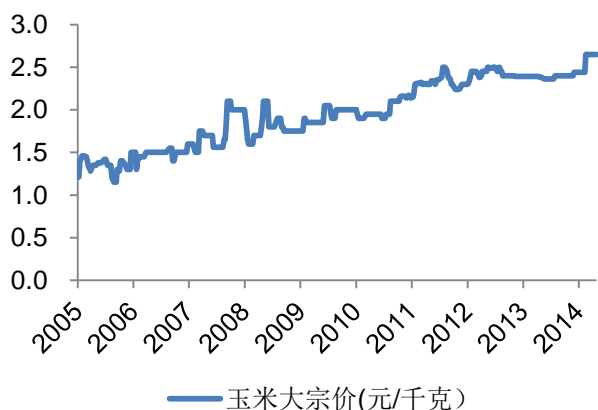


资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

资料来源: 农业部, 宏源证券研究所

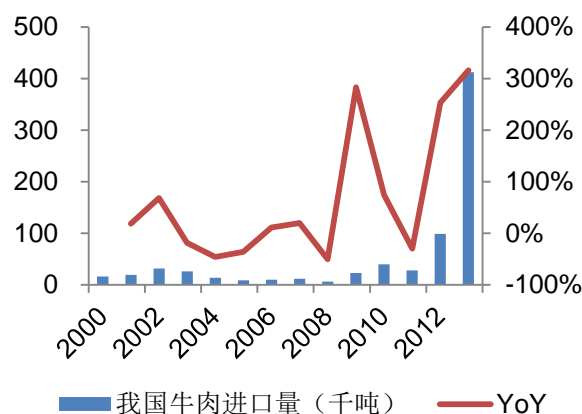
- ◆ **散养为主的情况下, 农户缺乏先进的养殖与育肥技术, 出栏肉牛多以架子牛出售给屠宰加工企业, 收益不高, 降低养殖积极性:** 散养方式下养殖户缺乏现代化的养殖技术指导, 育肥增重效果不明显, 出栏肉牛多以架子牛方式出售给屠宰加工企业, 收益微薄, 养殖户积极性容易受到影响。另外从机会成本角度看, 近年来蓝领工人工资增加迅速, 分流了很多外出务工人员, 养牛的可比效益根本不高, 从而影响到存栏量;
- ◆ **大宗饲料原料价格持续上涨, 推动养殖成本提高, 而散养格局下农户分散成本上升压力的能力较低:** 大宗饲料原料价格近年来持续上涨, 玉米价格从 05 年初的 1.2 元/公斤上涨至 2.7 元/公斤, 豆粕、棉粕、DDGS 等蛋白饲料价格也大幅上涨。养殖户经济风险放大, 而缺乏大型养殖场的分散成本上涨的能力。这直接导致价格压力向下游传导, 同时农户的养殖积极性受到影响;
- ◆ **肉牛生长周期长导致不确定性增加, 散养格局下养殖户抗风险能力弱, 一有风吹草动容易淘汰母牛:** 尽管近年来架子牛价格复苏, 养殖效益有所提高, 但是养殖户积极性仍然非常脆弱。由于肉牛生长周期长达近 3 年, 一旦肉牛价格出现调整、犊牛销售困难、预期收益下滑或有其他偶发性事件发生, 养殖户就有可能加快淘汰能繁母牛与小母牛, 再次导致存栏量出现下降;
- ◆ **牛肉进口量快速增长, 但占比偏小+政策持续偏紧, 对国内牛肉价格的影响较有限:** 牛肉行业高景气度刺激进口牛肉量快速增长, 尤其是 12 年以来呈现爆发式增长。但是一方面牛肉进口消费比例仍然偏低, 13 年大幅增长后进口量仍仅占国内消费量的 7%; 另一方面我国仅从澳大利亚、新西兰、阿根廷与乌拉圭等国进口牛肉, 进口牛肉来源十分受限。因此未来进口牛肉对国内牛肉价格的影响仍将较有限。

图 48: 玉米大宗价近年来保持持续上涨的趋势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 49: 我国进口牛肉量近年来增速快, 但总量仍小



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

我们认为, 从消费端来看, 牛肉量价齐升的趋势仍将延续。同时肉牛屠宰与牛肉加工行业的集中度很低, 各品牌多为区域型, 且无绝对龙头, 未来提升的空间都很大。星河生物入主洛阳伊众, 将显著增强后者的资金实力, 加速推进产能建设与区域扩张, 提升品牌影响力, 继续享受牛肉行业高景气的盛宴。

我们分养殖、屠宰和熟食三个部分进行预测, 核心假设如下:

- ◆ 屠宰方面, 我们预计公司肉牛屠宰头数 14-16 年分别增长 22%、21%和 21%, 我们预计牛肉价格将小幅上升, 头均毛利增长 6%、3%和 5%;
- ◆ 14-16 年熟食收入每年增长 22%、20%和 20%, 毛利率维持在 21%;
- ◆ 14 销售费用率预计消费上升为 2.5%, 15-16 年为 2%, 管理费用率 14 年-16 年分别为 3%、2%和 2%, 财务费用率 14-16 年分别为 0.7%、0.5%和 0.5%。

结论:

- ◆ 预计 14-16 年收入分别为 3.96 亿、4.8 亿与 6.2 亿, YoY21%、21%与 21%;
- ◆ 我们预计 14-16 年公司净利润分别为 6200 万, 8300 万和 1.07 亿, 同比增长 23%、36%和 28%。同时 14-16 年利润补偿与资产减值补偿机制的存在, 对上市公司而言也大大增强了盈利的确定性, 若洛阳伊众未实现承诺利润数, 则原股东方将进行包括股份补偿+现金补偿在内的利润补偿: 洛阳伊众 14-16 年承诺的扣非净利润分别为 5500 万、6500 万与 7500 万。同时在利润补偿期限届满时, 还将对伊众资产进行减值测试, 伊众股东方对减值也有补偿的安排。补偿机制的存在使得星河生物可以较好的锁定盈利。

图 50: 洛阳伊众主营业务盈利预测简表

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰	屠宰头数(万头)	3.4	2.1	2.6	3.2	3.8
	每头单价(万元)	1.1	1.4	1.5	1.5	1.5
	收入(百万)	382.4	302.4	378	461	576
	收入 YOY		-21%	25%	22%	25%

	头均毛利（元）	1,834	2,800	2972.5	3059.7	3225
	毛利率	16.2%	19.8%	20.5%	21.0%	21.5%
	毛利（百万）	61.9	59.9	77.5	97	124
熟食	收入（百万）	7.9	14.4	17.6	21.1	25.3
	YOY		81%	22%	20%	20%
	毛利率	12.3%	20.3%	21%	21%	21%
	毛利（百万）	1.0	2.9	3.7	4.4	5.3
合计	收入（百万）	390	317	396	482	602
	毛利率	16%	20%	21%	21%	21%
	销售费用率		1.9%	2.5%	2.0%	2.0%
	管理费用率		2.7%	3.0%	2.00%	2.00%
	财务费用率		0.7%	0.7%	0.50%	0.50%
	利润总额（百万）		50	62	84	108
	所得税（百万）		0.573	0.691	0.923	1.138
	净利润（百万）		50	62	83	107

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

3、生态循环打造更强协同效应：食用菌培养基废料可直接用作肉牛养殖饲料

食用菌工厂化培养基有棉籽壳、玉米芯、米糠、麸皮等农业下脚料，培养基废料是经过栽培转化后剩下的的废弃物。公司目前对废料的主要处理方法为部分作为锅炉燃料，部分转作生物肥料（直接送给农户）。进军牛肉产业以后，培养基废料可以变废为宝，成为肉牛养殖饲料或添加剂：

- ◆ **食用菌培养基废料作为粗饲料的综合品质较高，在养殖行业已经得到普遍应用：**食用菌培养基废料中有蛋白质、氨基酸等营养物质，而食用菌生长过程中产生分解纤维素的复合酶，使物料更利于动物的消化吸收。以培养基废料作为粗饲料的综合品质高于常规饲草。目前培养基废料作为养殖业的饲料已经是较为成熟的技术，在牛、猪的养殖行业得到普遍应用；
- ◆ **对于 1 万头肉牛存栏量的产能规模，采用菌类培养基废料作为替代口粮将节省饲料+饲草成本共近 2000 万元：**洛阳伊众存栏 1 万头肉牛基地项目达产后，年饲料与饲草消耗量将分别为 1.8 万吨与 10.8 万吨。按照菌类培养基废料能替代 15% 饲料及 30% 饲草的经验、以及饲料饲草平均采购价分别为 2.67 元/公斤与 600 元/吨来测算，则能够节约 720 万饲料成本与 1218 万元饲草成本，共计 1939 万元；
- ◆ **河南新乡星河基地将被重新盘活，厂房将用于屠宰加工与食用菌生产，食用菌培养基废料便可就近直接用于肉牛饲料：**公司去年由于食用菌行业产能过剩导致价格下跌，停止建设新乡星河基地。收购交易完成后公司将重新盘活星河基地，已基本建设完成的部分厂房与尚未建设的剩余 200 余亩土地将重新规划用于屠宰加工车间（建成后预计存栏量超过 1 万头），部分厂房配套规划一定的食用菌产能，产生的食用菌培养基废料直接用于肉牛饲料，并能显著节省运输成本（500 元/吨）。

图 51：河南新乡星河基地建设历程

时间	新乡星河基地建设历程

2011年3月	股东大会通过投资建设新乡星河生物食用菌生产基地项目，项目总投资近10亿
2013年12月	12年以来工厂化产品市场价格同比大幅下滑，导致新乡星河生物食用菌生产基地项目已经无法达到原来预计的投资回报，全面停止建设新乡市星河生物科技有限公司食用菌生产基地
2014年2月	计提7,832.42万元减值准备
目前	投资已经超过3.5亿元，建成厂房、办公楼、职工宿舍、食堂等近20万平方米
未来	可盘活资产：将新乡星河已基本建设完成的部分厂房重新规划用于屠宰加工车间，部分厂房配套规划一定的食用菌产能。尚未建设的剩余约200余亩土地重新规划为肉牛养殖育肥及母牛繁育场所，预计建成后存栏量可超过1万头

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

四、盈利预测、估值及投资建议

由于收购洛阳伊众仍需得到证监会批准，在盈利预测中暂不考虑，仅考虑公司现有业务盈利情况，预计14-16年收入分别为3.8亿、5.1亿和6.6亿，YOY为50%、34%和28%；归母净利润分别为-2400万、1900万和4100万，YOY为85%、178%和120%；EPS分别为-0.16元、0.13元和0.28元。

公司目前处于业绩转折点，按食用菌业绩来估算，对应15年的市盈率为90倍，估值较高。因公司每年较计提多折旧（13年计提折旧4627万），导致每年公司现金流情况好于实际净利润（13年公司经营性现金流入净额1360万），公司以现金计入盈利状况好于利润表反映出的利润状况，根据DCF估值法公司理应享受更高的估值水平。

从PS来看，公司14年和15年PS分别为4.4和3.27倍，参照可比农业公司15年PS值（均值为4.2倍），公司15年市值仍有30%的上涨空间，我们看好食用菌行业价格拐点对公司业绩的拉动左右，首次给予“买入”评级。

图 52：可比公司估值一览表

代码	公司名称	总市值 (亿元)	销售收入(亿元)		YOY	PS	
			2014/8/5	2014E		2015E	2014
000998.SZ	隆平高科	136	22	24	11%	6.2	5.61
002041.SZ	登海种业	107	19	23	22%	5.6	4.56
300087.SZ	荃银高科	17	4	6	49%	4.5	3.02
600108.SH	亚盛集团	128	27	30	13%	4.8	4.23
300175.SZ	朗源股份	22	8	11	27%	2.6	2.05
300149.SZ	量子高科	23	3	4	25%	7.1	5.67

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 53: 三张财务报表摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	255	382	513	659	货币资金	34	50	60	70
YOY	3%	50%	34%	28%	应收和预付款项	30	37	48	61
营业成本	234	293	362	457	存货	29	40	50	63
毛利	21	90	151	202	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	8%	23%	29%	31%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	0	0	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产和在建工程	852	1012	1132	1212
销售费用	41	48	57	72	无形资产和开发支出	62	59	57	56
% 营业收入	16.2%	12.5%	11.1%	11.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	55	56	59	72	资产总计	1034	1092	1116	1096
% 营业收入	21.8%	14.7%	11.4%	11.0%	短期借款	78	295	318	266
财务费用	10	11	19	18	应付和预收款项	120	80	92	108
% 营业收入	4.0%	3.0%	3.7%	2.7%	长期借款	127	127	127	131
资产减值损失	83	0	0	0	其他负债	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	391	503	537	505
投资收益	0	0	0	0	股本	147	147	147	147
营业利润	-169	-26	17	39	资本公积	508	508	508	508
% 营业收入	-66.4%	-6.8%	3.2%	5.9%	留存收益	-56	-109	-120	-109
营业外收支	2	2	2	2	归属母公司股东权益	600	546	535	547
利润总额	-167	-24	19	41	少数股东权益	44	44	44	44
% 营业收入	-65.6%	-6.3%	3.6%	6.2%	股东权益合计	643	590	579	590
所得税费用	0	0	0	0	负债和股东权益合计	1034	1092	1116	1096
净利润	-167	-24	19	41					
归属于母公司所有者的净利润	-163	-24	19	41					
少数股东损益	-4	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	8%	23%	29%	31%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	42%	30%	26%	25%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	-30%	-4%	7%	9%
无形资产投资	-156	-143	-129	-89	EBITDA/销售收入	19%	29%	34%	31%
固定资产投资	0	-80	-60	-40	销售净利率	-66%	-6%	4%	6%
其他	0	27	0	0	ROE	-27%	-4%	3%	7%
投资活动现金流净额	-157	-144	-129	-89	ROA	-16%	-2%	2%	4%
债券融资	140	-63	0	4	ROIC	-9%	-1%	3%	6%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	3%	50%	34%	28%
银行贷款增加(减少)	0	217	23	-48	EBIT 增长率	37690%	81%	345%	60%
筹资成本	10	11	19	18	EBITDA 增长率	-60%	123%	58%	18%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	-3826%	86%	178%	120%
筹资活动现金流净额	124	142	-27	-97	总资产增长率	3%	6%	2%	-2%
现金净流量	-19	16	10	10	股东权益增长率	-50%	31%	834%	18%
					经营现金净流增长率	-50%	31%	834%	18%
					流动比率	0.4	0.3	0.4	0.5
					速动比率	0.3	0.2	0.3	0.4
					应收账款周转天数	8.8	14.0	14.0	14.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。