

日期: 2010年11月22日

行业: 农业种植业

## 食用菌行业龙头企业



滕文飞

021-53519888\*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S08700210070004

IPO 报价区间 RMB 16.88~20.25 元  
上市合理定价 RMB 25.45~30.54 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	67.00
发行后总股本 (百万股)	17.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	民生证券

## 主要股东 (IPO 前)

叶运寿	48.97%
广东南峰集团有限公司	16.94%

## 收入结构 (Y09)

金针菇	69.59%
真姬菇	26.03%
白玉菇	3.47%
其它品种及等外品	0.89%

报告编号: TWF10-NSP10

首次报告时间: 2010年11月22日

## ■ 投资要点:

## 食用菌行业龙头企业

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,是全国食用菌行业十大龙头企业之一,也是全国食用菌工厂化生产的龙头企业之一,是行业内少数能同时工厂化生产多种低温型食用菌产品的现代农业企业之一。

## 新兴生产经营模式 可快速复制

公司采用工厂化方式生产鲜品食用菌,具备以下优点:一是生产过程具备工厂化、规模化、标准化、周年化等诸多特点,能够较好地满足市场需求;二是工厂化生产能节约大量耕地,能部分缓解我国人多地少、耕地紧张的局面;三是具备良好的可复制性,实现企业规模的快速扩张。

## 募投项目提高日产能 强化行业地位

本次募集资金将投入到“韶关食用菌生产线整体技术改造项目”、“塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目”和“工程技术研究开发中心技术改造项目”上。项目实施后将新增日产量 26 吨,其中金针菇 9 吨,真姬菇 12 吨,白玉菇 5 吨。该项目补充、完善了公司的产品结构,满足食用菌多口味消费需求,有利于继续保持公司的多品种经营优势,强化公司在多品种瓶栽食用菌的行业地位。

## 定价结论

综合考虑同行业上市公司及近期上市创业板公司估值,谨慎得出该股合理价格为 25.45~30.54 元。从近期上市创业板股票来看,截至 11 月 19 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 33.69%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 33.69% 的折让,建议询价区间为 16.88~20.25 元,对应的 2009 年市盈率区间为 34.30-41.16 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	73.89	95.77	141.93	194.12	316.02
年增长率 (%)	22.11	29.61	48.20	36.77	62.79
归属于母公司的净利润	11.46	20.35	32.95	45.38	82.14
年增长率 (%)	15.29	77.57	61.90	37.72	81.01
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.171	0.304	0.492	0.677	1.226

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

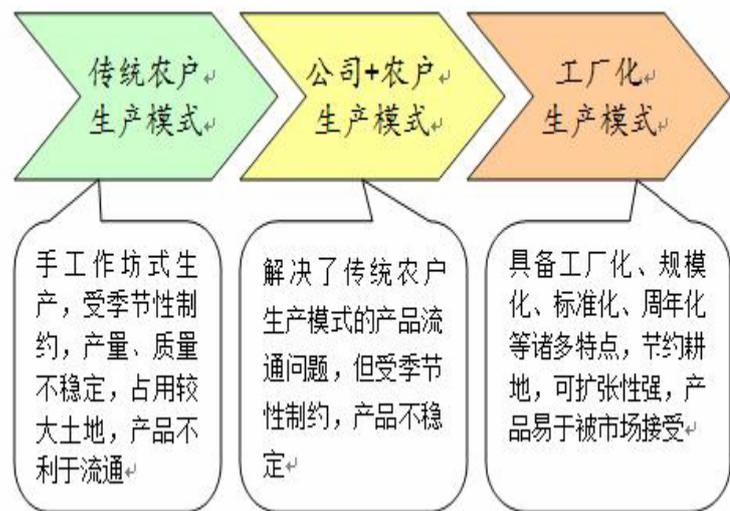
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

## 一、行业背景

### 发行人的行业分类

公司所属行业为农业中的种植业。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，是全国食用菌行业十大龙头企业之一，也是全国食用菌工厂化生产的龙头企业之一。2009年公司新增白玉菇产品，并实现产业化生产，主营产品增加到三种，进一步完善了公司产品结构，成为行业内少数能同时工厂化生产多种低温型食用菌产品的现代农业企业之一。

图 1 食用菌行业生产模式演变



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### 行业成长前景

近 5 年来，全球食用菌销量保持持续增长态势，年均增长率为 6.01%。2004 年全球食用菌消费量为 1,953 万吨，2008 年达到 2,467 万吨。2004 年-2006 年食用菌消费规模呈现快速增长趋势，但从 2006 年开始，食用菌消费规模增速有所放缓。世界主要食用菌栽培品种有双孢菇、香菇和平菇等。双孢菇是欧美国家的主栽品种，而香菇则在亚洲国家占主导地位。美国、荷兰、法国、西班牙等欧美国家和中国、日本、韩国等亚洲国家是世界主要的食用菌生产大国，其中中国食用菌产量占世界总产量的 70% 以上，居世界首位。据世界粮农组织 (FAO) 统计，美国 1978 年和 2005 年的食用菌产量分别为 18.08 万吨和 39.10 万吨，2005 年比 1978 年增加了 21.02 万吨。据美国农

业统计部门统计，2008-2009 年产季，美国食用菌总销量为 37.1 万吨，总销售额为 9.57 亿美元。荷兰、法国、西班牙是欧洲的食用菌主产国，生产的主要品种均为双孢菇，2005 年上述三国的产量分别达到 26 万吨、16.5 万吨和 16.5 万吨。日本是亚洲食用菌生产大国，2006 年日本食用菌总产量为 39.96 万吨，2007 年达到 42.03 万吨。我国不仅是食用菌生产大国，也是食用菌消费大国，所生产的食用菌绝大部分用于国内消费。中国食用菌协会统计数据 displays，1978 年中国食用菌产量还不足 10 万吨，产值不足 1 亿元，而到 2008 年，全国食用菌总产量达到 1,827 万吨，占世界总产量的 70% 以上，总产值达到 865 亿元，出口创汇 14.53 亿美元，其规模在种植业中仅次于粮、棉、油、菜、果而居第六位。目前，我国的香菇、平菇、金针菇、草菇、黑木耳、银耳、滑菇、灵芝等产品的产量均居世界第一位。我国食用菌市场需求旺盛，市场容量不断增加，是一个蓬勃发展的朝阳产业，2000 年 - 2008 年，我国食用菌产量的年复合增长率为 13.48%，产值的年复合增长率为 18.20%。

图 2 2004-2008 年世界食用菌消费规模增长图

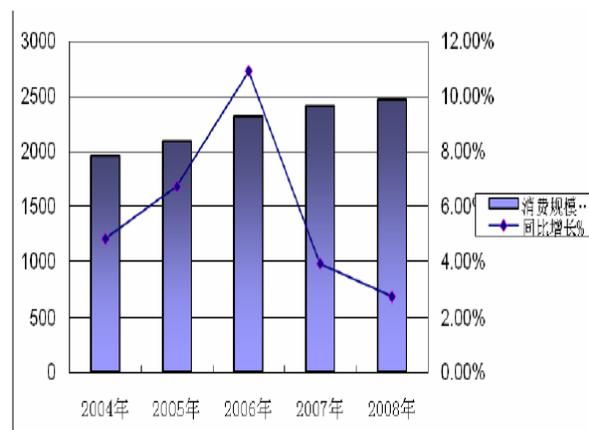
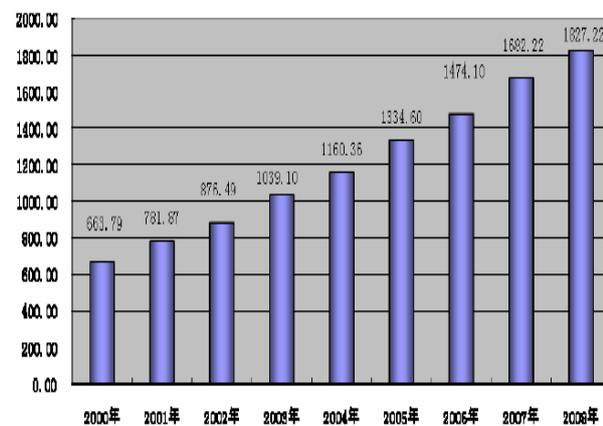


图 3 我国食用菌产量增长情况 (万吨)



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

当今世界人工栽培食用菌的市场价值估计可达到 200-280 亿美元。此外，药用真菌及其提取物也蕴藏着巨大的经济价值，估计可达 80-90 亿美元。野生菌根菌估计也可产生 30-40 亿美元的价值，全世界总共市场价值约为 310-410 亿美元。2008 年我国食用菌产量 1,827.22 万吨，产量前 5 名依次是河南、山东、福建、江苏、河北，产量分别为 235.31 万吨、191.82 万吨、191.66 万吨、158.05 万吨、154.18 万吨，合计占全国产量的 50.95%。2008 年我国食用菌产量为 1,827 万吨，按 13 亿人口匡算，每年人均食用菌消费量约为 14 公

斤,每日人均消费量约为 40 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 210 克。以目前人均消费量为基础,并按 2008 年人均消费 14 公斤(以 13 亿人口计算),每年增长 8%(GDP 增速相当)的速度进行预测,到 2015 年,全国食用菌的消费量将达到 2,888.11 万吨。

图 4 我国 2010 年-2015 年食用菌消费量预测

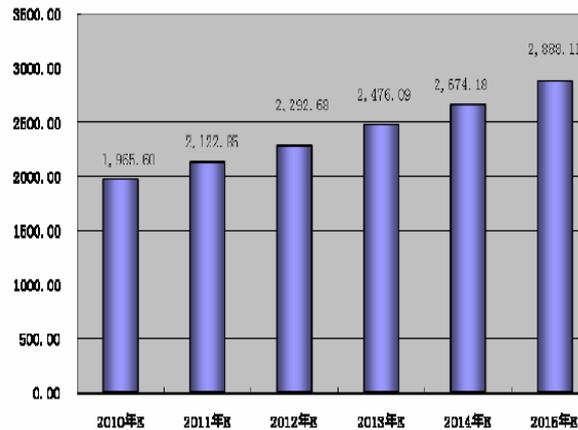
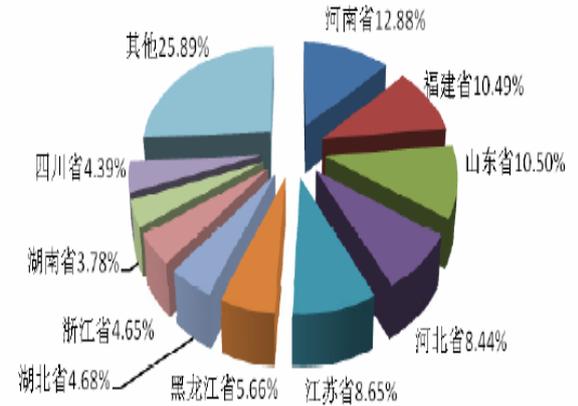


图 5 2008 年我国食用菌产量区域分布图



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

### 产业竞争结构

我国食用菌生产分散,区域分布广,产业化程度低,仍然以传统农户生产模式为主,单个生产者规模小,市场占有率较低。根据食用菌商务网统计,2008 年全国工厂化食用菌生产量约为 40 万吨,公司 2008 年的食用菌产量为 6,660 吨,约占 2008 年全国工厂化食用菌总产量的 1.67%。根据中国食用菌协会统计,截止到 2009 年 12 月 31 日,公司日产鲜品食用菌 36 吨,在全国 246 家食用菌工厂化生产企业中排名第一,其中主要产品金针菇日产量为 30 吨,排名第一,真姬菇日产量为 5 吨,排名第二。2010 年上半年公司产能继续扩大,产品日产量继续提高,截至 2010 年 6 月 30 日,公司日产鲜品食用菌 40 吨,其中金针菇日产量为 33 吨,真姬菇日产量为 6 吨,白玉菇 1 吨。

表 1 我国食用菌工厂化生产企业中生产能力（日产量）排名前十位的企业

序号	公司名称	日产量(吨)	主营产品
1	广东星河生物科技股份有限公司	36	金针菇、真姬菇、白玉菇
2	辽宁田园实业有限公司	32	双孢菇和褐蘑菇
3	广东珠海市绿阳菌业有限公司	27	金针菇
4	上海福茂食用菌有限公司	24	金针菇
5	上海孙桥闽申菇业有限公司	20	杏鲍菇、白灵菇、香菇
	江苏苏州华泰昌农业科技有限公司	20	金针菇
	河南洛阳福达美农业科技有限公司	20	杏鲍菇
6	江西安远天华现代农业有限公司	15	杏鲍菇
	广东深圳达利时实业有限公司	15	金针菇
	山东省友和菌业有限公司	15	金针菇
	上海丰科生物科技股份有限公司	15	真姬菇
	江苏金坛天禾食用菌有限公司	15	杏鲍菇
	河南久芳（郑州）生物科技有限公司	15	金针菇
7	山东苍山县福龙山菌业有限公司	14	金针菇
8	北京格瑞拓普生物科技有限公司	13	白灵菇、金针菇
9	辽宁大连庄河乾峰菌业有限公司	12	金针菇
10	山东昌邑市同利生物科技有限公司	10	金针菇
	北京富勤食用菌科技有限公司	10	金针菇
	北京维得鲜农业科技发展有限公司	10	金针菇
	江苏荣善食用菌有限公司	10	金针菇
	合计	348	

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### 公司竞争优势

#### 新兴生产经营模式，符合现代新农业的发展趋势

公司采用工厂化方式生产鲜品食用菌。与传统生产方式相比，食用菌工厂化生产具备以下优点：一是生产过程具备工厂化、规模化、标准化、周年化等诸多特点，能够较好地满足市场需求；二是工厂化生产能节约大量耕地，能部分缓解我国人多地少、耕地紧张的局面；三是具备良好的可复制性，实现企业规模的快速扩张。

#### 快速成长优势

由于公司人的生产模式具备良好的可复制性，同时公司技术成熟，专业人员储备充分，产品销售情况良好，市场前景广阔，未来只要资金得到保障，公司将会充分发挥生产模式快速扩张的优势，通过生产基地的改扩建，实现经营业绩的快速提升。

#### 产品优势

在生产规模方面，截止到 2010 年 6 月 30 日公司日产鲜品食用

菌 40 吨，其中金针菇 33 吨，真姬菇 6 吨，白玉菇 1 吨，生产规模在国内处于前列。在产品品质方面，公司产品安全无公害，品质优良。在产品生产过程中无须使用农药和化肥，消毒使用臭氧气体，保证产品安全不受污染、无残留。在生产品种方面，目前公司能同时生产金针菇、真姬菇和白玉菇三个低温型品种。公司通过自身技术研发，率先突破了食用菌工厂化生产模式下单个工厂（生产线）只能生产单个低温型产品的限制，是国内少数能同时规模化生产多品种瓶栽食用菌的企业之一，将来公司还将增加广东虫草、灰树花等其他菌类产品，进一步增加公司的产品种类，满足市场消费多样性的需求。公司产品生产不受季节性影响，周年供货稳定。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 公司历史沿革及股本结构

公司前身为东莞市星河实业有限公司，成立于 1998 年 8 月 6 日，2003 年 7 月 4 日更名为东莞市星河生物科技有限公司。公司是以星河有限截止 2008 年 5 月 31 日的净资产 72,652,417.67 元，按 1:0.62 的比例进行折股，采取整体变更方式设立的股份有限公司。变更后，公司的股份总数为 4,500 万股，每股面值 1 元，折合股份后剩余的净资产 27,652,417.67 元计入资本公积。公司改制设立时，叶运寿、南峰集团、叶龙珠分别持有公司 54.70%、18.83%和 7.58%的股份，为公司的主要发起人。叶运寿先生持有公司股份 24,484,716 股，占本次发行前总股本的 48.97%，是公司控股股东和实际控制人。

表 2 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本	比例	股本	比例
	(股)	(%)	(股)	(%)
叶运寿	24,484,716	48.97	24,484,716	36.54
南峰集团	8,471,846	16.94	8,471,846	12.64
广州御新	5,000,000	10.00	5,000,000	7.46
叶龙珠	3,413,245	6.83	3,413,245	5.09
冯建荣	2,116,753	4.23	2,116,753	3.16
杨忠义	1,111,942	2.22	1,111,942	1.66
莫淦明	891,295	1.78	891,295	1.33
梁锋	860,232	1.72	860,232	1.28
张力江	780,217	1.56	780,217	1.16
王秋云	635,275	1.27	635,275	0.95
黄清华	444,080	0.89	444,080	0.66

唐笏英	344,261	0.69	344,261	0.51
吴汉平	290,173	0.58	290,173	0.43
谈震宇	211,909	0.42	211,909	0.32
阮航	178,166	0.36	178,166	0.27
顾春虎	178,166	0.36	178,166	0.27
魏心军	165,000	0.33	165,000	0.25
叶金权	106,900	0.21	106,900	0.16
叶权坤	106,900	0.21	106,900	0.16
郑列宜	69,641	0.14	69,641	0.10
黄千军	69,641	0.14	69,641	0.10
许喜佳	34,821	0.07	34,821	0.05
胡斌	34,821	0.07	34,821	0.05
社会公众股	-	-	17,000,000	25.37
合计	50,000,000	100.00	67,000,000	100.00

资料来源：公司招股意向书

图 6 星河生物股份公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 主业简况及收入利润结构

### 主业为食用菌的生产及销售

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，生产规模在国内鲜品食用菌工厂化生产企业中名列前茅。经中国食用菌协会统计，截至 2010 年 6 月 30 日，公司日产鲜品食用菌 40 吨，其中金针菇

日产量为 33 吨，真姬菇日产量为 6 吨，白玉菇 1 吨。近三年及一期，公司主要产品产量分别为 5,229.23 吨、6,660.04 吨、8,225.73 吨、6,126.15 吨，销售量分别为 5,187.49 吨、6,578.09 吨、8,169.92 吨、6117.24 吨，基本处于满负荷状态，产品也基本实现 100% 销售。2009 年、2010 年 1-6 月的白玉菇的实际销售量只有经销商订货量的 10.58%、57.84%，远不能满足现有市场需求。公司营业收入保持较快增长，其中 2008 年比 2007 年增加 1,338.34 万元，同比增长 22.12%，2009 年比 2008 年增加 2,188.05 万元，同比增长 29.61%，三年平均复合增长率为 25.81%。2010 年 1-6 月公司营业收入为 6,545.49 万元，比 2009 年 1-6 月增加 2,991.47 万元，同比增长 84.17%。2007 年公司营业收入主要由金针菇销售形成，其收入占收入总额的 98.84%；2008 年 5 月韶关星河开始新增真姬菇产品，当年实现销售收入 829.99 万元，成为公司业绩新的增长点；2009 年真姬菇收入继续增加，同年 7 月韶关星河再次新增白玉菇产品，当年实现销售收入 332.52 万元；2010 年 1-6 月真姬菇销售收入、白玉菇销售收入占主营业务收入的比比例继续提高，公司产品结构进一步改善。

图 7 星河生物近年收入及净利润增长

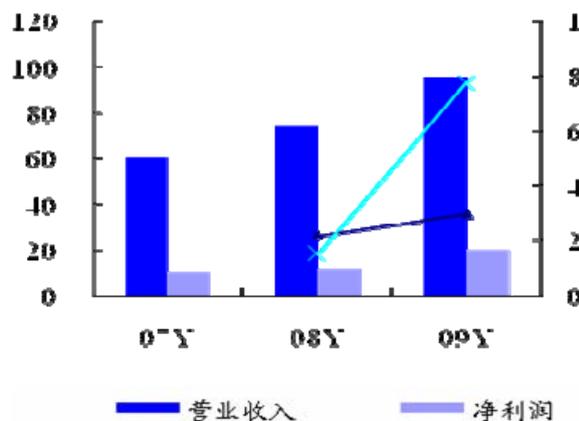
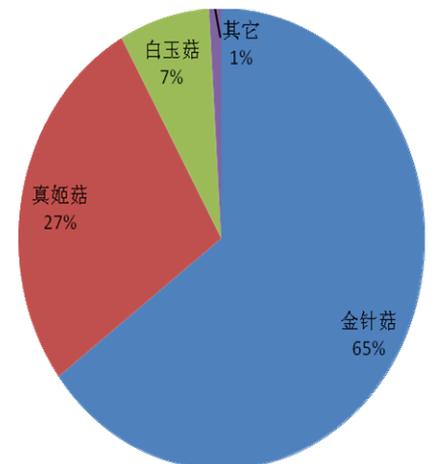


图 8 星河生物主营收入结构 (分产品, 2010 年中报)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

### 募资项目对公司的未来发展提供助力

根据公司发展战略，本次募集资金的运用均是围绕主业进行，本次发行募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。资金具体将投入到“韶关食用菌生产线整体技术改造项目”、“塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目”和“工程技术研究开

发中心技术改造项目”等产能扩张项目中。

表 3 星河生物 IPO 项目概况

项目名称	投资金额 (万元)	建设期	项目是否备案
韶关食用菌生产线整体技术改造项目	8,000.00	1 年	已备案
塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目	3,168.89	1 年	已备案
工程技术研究开发中心技术改造项目	2,000.00	1 年	已备案
合计	13,168.89	--	--

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### (一) 韶关食用菌生产线整体技术改造项目

此项目为公司金针菇、真姬菇和白玉菇三大产品的现有生产线的技术改造项目，为扩产项目。项目达产后将每日新增鲜品食用菌 22 吨，年产量 6,600 吨。其中金针菇日产量为 9 吨，年产量为 2,700 吨；真姬菇日产量为 8 吨，年产量为 2,400 吨；白玉菇日产量 5 吨，年产量为 1,500 吨。项目建设期 1 年，第 2 年达产 50%，第 3 年达产 100%。每年新增销售收入 8,850.00 万元，年均新增净利润 1,970.68 万元，投资回收期 3.76 年，内部收益率为 27.21%。

### (二) 塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目

此项目为真姬菇扩产项目，建设期 1 年，第 2 年达产 50%，第 3 年达产 100%。项目达产后，公司将每日新增鲜品真姬菇 4 吨，年新增产量 1,200 吨。总投资 3,278.40 万元，其中项目建设投资 3,058.70 万元、配套流动资金 219.70 万元，全部使用本次发行募集资金投入。项目达产后，将每年新增销售收入 1,800.00 万元，实现利润总额 452.54 万元，投资回收期 5.47 年，内部收益率为 18.39%。

## 三、财务状况和盈利预测

2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司主营业务毛利率分别为 31.14%、36.10%和 40.56%、37.04%，2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月比上年的变动幅度分别为上升 4.96%、上升 4.46%和下降 3.52%。2007 年公司主要产品为金针菇，2008 年 5 月公司新增真姬菇产品，2009 年 7 月新增白玉菇产品，由于金针菇、真姬菇和白玉菇毛利率的差异，不同年度的产品结构不同导致综合毛利率的不同。2008 年金针菇毛利率比 2007 年上升 8.88%，毛利率变动主要受价格及成本的双重影响。相比 2009 年的情况，预计 2010 年金针菇毛利率基本保持稳定，同时存在小幅下降的可能；真姬菇的毛

利率基本保持稳定或略有上升；白玉菇毛利率将有所上升。同时产品结构发生一定变化，但产品构成中仍以金针菇为主，真姬菇、白玉菇毛利率的提升对毛利率的影响程度相对有限。因此，预计公司 2010 年的综合毛利率相对 2009 年总体保持稳定。

图 9 星河生物综合毛利率水平

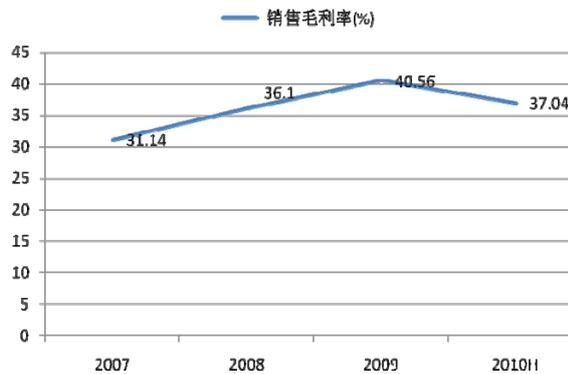
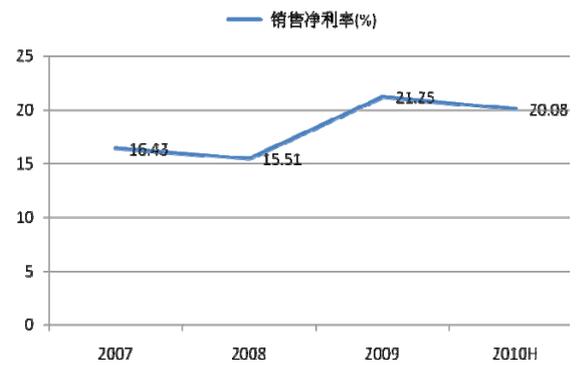


图 10 星河生物净利率水平



资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

## ■ 业绩预测

随着公司募投项目的建成投产，我们预计公司未来将在食用菌主业方面保持快速增长，初步预计公司 2010、2011、2012 年净利润将实现年递增 61.90%、37.72%、81.01%；稀释后每股收益为 0.492 元、0.677 元、1.226 元。

表 4 星河生物收入分项预测表

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
金针菇	销量 (吨)	5978.65	6552.12	11000.00	14300.00	18510.00
	单价 (元/吨)	10848.92	10172.30	8700.00	9500.00	10000.00
	销售金额 (万元)	6486.19	6665.01	9570.00	13585.00	18510.00
	毛利率	30.32%	39.20%	35.00%	36.00%	37.00%
	销售成本 (万元)	4519.58	4052.33	6220.50	8694.40	11661.30
真姬菇	销量 (吨)	599.44	1459.12	1995.00	2394.00	5274.00
	单价 (元/吨)	13846.09	17089.20	18000.00	19000.00	19000.00
	销售金额 (万元)	829.99	2493.52	3591.00	4548.60	10020.60
	毛利率	6.28%	39.53%	52.00%	52.00%	53.00%
	销售成本 (万元)	777.87	1507.83	1723.68	2183.33	4709.68
白玉菇	销量 (吨)	-	158.68	480.00	576.00	1383.60
	单价 (元/吨)	-	20955.40	21500.00	22200.00	22200.00
	销售金额 (万元)	-	332.52	1032.00	1278.72	3071.59
	毛利率	-	24.32%	56.00%	60.00%	60.00%
	销售成本 (万元)	-	251.65	454.08	511.49	1228.64

合计	销售收入（万元）	7316.18	9491.05	14193.00	19412.32	31602.19
	销售成本（万元）	5297.44	5811.81	8398.26	11389.22	17599.62

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 四、风险因素

### 杂菌感染和病虫害风险

食用菌人工栽培过程中如管理不当易发生杂菌感染和病虫害，按生产阶段划分，可分为菌种分离、提纯、转扩及菌丝生长阶段的杂菌污染和子实体形成过程的病害两大类。按引起病害发生的病源划分，可分为传染性病害和非传染性病害（即生理性病害）两大类。传染性病害是由病原真菌、细菌、线虫、放线菌和黏菌等微生物感染所引起；非传染性病害是由不适宜的环境条件，如温度过高或过低，湿度过大或过小，酸碱度不适宜，二氧化碳及其他有毒气体和化学物质中毒等因素引起的病害。食用菌栽培过程中也会发生虫害，最常见的害虫为螨类，俗称菌虱。螨类个体很小，容易侵入菌种瓶食取菇类菌丝。生产实践中，杂菌感染容易影响菇类发育，进而影响产品的产量和质量，从而给公司带来一定经济损失。

### 市场竞争加剧风险

我国食用菌市场需求逐年增加，行业前景广阔，食用菌工厂化生产处于起步阶段，行业平均利润率相对较高，因此越来越多的国内外同行参与国内竞争，特别是日本、韩国等国外先进企业具备工厂化生产历史时间长、产品开发能力强、资金雄厚的优势，它们在国内的投资设厂将加剧国内食用菌市场的竞争。另外，农户种植的食用菌产品虽然质量不高，产量不稳定，但销售价格较低，公司产品也面临农户种植的食用菌产品低价竞争的风险。

### 食品安全风险

公司产品仍在以下环节可能出现食品安全问题：一是原材料质量隐患，如果所采购的原材料出现严重的重金属或农药残留超标情况，食用菌在汲取原材料养分的同时可能同时汲取重金属和农药成份，从而导致重金属和农药超标而引发食品安全问题；二是在食品流通环节可能存在二次污染。如果公司产品出现上述情况，公司及相关人员将可能受到监管机构的行政处罚甚至面临刑事处罚，公司将承担赔付责任，声誉和经营业绩将会受到不利影响。因此存在质量控制出现失误而带来的产品质量和食品安全风险。

## 五、估值及定价分析

### 国内同类公司的比较

由于公司所处的行业在 A 股无食用菌类上市公司，故选取业务模式较为相近的 4 家公司（参见下表）进行比较。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均 PE 估值 10 年为 58.93 倍，我们注意到农业种植类公司的溢价较多，高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近。国际行业相近公司的相对估值 PE（17.62 倍），虽指标明显偏低，但相对于其成长性而言仍属合理。故在此主要参照 A 股估值体系定价。

表 6 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002200.SZ	绿大地	37.60	-1.00	0.53	0.97	-	70.94	38.76	4.98
600540.SH	新赛股份	16.1	0.05	0.07	0.09	322.00	230.00	178.89	4.35
600598.SH	北大荒	14.97	0.21	0.26	0.3	71.29	57.58	49.90	4.86
002299.SZ	圣农发展	31.85	0.49	0.66	0.98	65.00	48.26	32.50	8.29
国内平均值			/			<b>68.14</b>	<b>58.93</b>	<b>40.39</b>	<b>5.62</b>
HANS		50.16	2.1	2.37	2.73	23.89	21.16	18.37	6.52
GMCR		29.99	0.62	0.71	1.18	48.37	42.24	25.42	5.97
NISSIN FOODS		2916	196.52	204.08	217.23	14.84	14.29	13.42	1.21
TOYO SUISAN KAISHA		1709	152.32	164.5	166.92	11.22	10.39	10.24	1.08
国际平均值			/			<b>19.66</b>	<b>17.62</b>	<b>13.49</b>	<b>2.96</b>

数据来源: Wind、Bloomberg; 上海证券研究所整理; 股价取 2010 年 11 月 19 日收盘价

表 7 近期上市创业板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨跌幅%	累计溢价率%	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
300133.SZ	华策影视	85.43	58.53	81.40	0.98	1.60	2.19	125.50	77.09	56.32	5.94
300134.SZ	大富科技	58.24	6.81	26.67	0.87	1.23	1.65	71.87	50.98	38.00	4.27
300135.SZ	宝利沥青	50.01	11.38	47.78	0.73	1.04	1.48	73.90	51.81	36.41	4.40
300136.SZ	信维通信	85.35	63.37	91.24	0.49	0.76	1.32	122.99	79.89	46.00	6.66
300137.SZ	先河环保	85.60	51.36	68.18	0.28	0.41	0.64	133.05	90.24	57.81	5.50
300138.SZ	晨光生物	63.83	24.23	19.77	0.54	0.71	1.00	66.16	50.61	35.93	3.64
300139.SZ	福星晓程	55.56	30.99	34.40	1.16	1.29	1.70	72.16	65.12	49.41	4.44
300140.SZ	启源装备	54.47	26.49	22.16	0.80	0.89	1.23	61.40	54.88	39.71	3.89
300141.SZ	和顺电气	72.00	93.81	56.16	0.46	0.69	0.97	108.34	71.70	51.00	5.49
300142.SZ	沃森生物	133.80	43.53	60.32	0.76	1.51	2.42	199.53	100.86	62.93	6.10
平均值		74.43	41.05	50.81	0.71	1.01	1.46	103.49	69.32	47.35	5.03

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2010 年 11 月 19 日收盘价

### 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市创业板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 25.45 ~ 30.54 元。

从近期上市的创业板股票来看, 截至 11 月 19 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 33.69%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 33.69% 的折让, 建议询价区间为 16.88~20.25 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 34.30-41.16 倍。

**表 5 星河生物损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)**

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	73.89	95.77	141.93	191.73	291.31
营业成本	47.22	56.93	83.98	112.74	164.38
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	3.76	6.46	9.57	12.93	19.65
管理费用	8.78	11.58	17.16	23.18	35.22
财务费用	4.64	3.54	5.25	5.12	5.00
营业利润	8.73	17.59	31.21	42.87	72.05
营业外收入	3.02	2.81	2	2	2
营业外支出	0.15	0.02	0.2	0.2	0.2
利润总额	11.60	20.39	33.01	44.67	73.85
所得税费用	0.14	0.04	0.06	0.08	0.12
净利润	11.46	20.35	32.95	44.59	73.73
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	11.46	20.35	32.95	44.59	73.73
摊薄 EPS (元)	0.171	0.304	0.492	0.666	1.100

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。