



食品饮料行业研究小组 滕文飞

021-53519888-1969

terencelss@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120025

产能稳步扩张 新乡项目前景广阔

■ 报告背景:

近期我们对星河生物公司进行了调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

公司工厂化养殖模式前景广阔

目前我国鲜品食用菌产量约为2000多万吨,其中工业化生产的食用菌产量仅为40多万吨(其中金针菇占比超过95%)。随着消费者对食用菌产品的认识和了解逐渐提高,无污染、产品品质稳定的工厂化产品将逐渐替代现有的农户产品成为消费者购买的首选,因此工厂化养殖模式前景广阔。

产品结构调整提升利润 未来2年业绩增长目标明确

公司在保持现有4个基地每日正常产出的同时,未来2年的业绩增长主要来源于募投及非募投项目的如期达产以及产品结构调整带来的利润提升。

河南新乡项目值得期待

今年即将投资新建的河南新乡项目将作为公司中长期的业绩增长点。如果项目顺利建成达产,公司将走出布局全国的第一步,同时该项目将为未来大规模复制现有模式提供重要的参考价值。

■ 投资建议:

未来六个月内, 给予评级“跑赢大市”

预计公司11、12年EPS分别为0.87元、1.38元;对应的动态市盈率为79.03倍、50.01倍。考虑到公司11、12年新增产能达产的确定性高,业绩增长较为明确;同时河南新乡项目的中长期前景较好;目前公司估值水平较高,但未来成长性较好,我们建议择机逢低介入,长期持有,首次给予公司评级“跑赢大市”。

■ 数据预测与估值:

基本数据 (Y10)

报告日股价(元)	69.00
12mth A 股价格区间(元)	45.72/80.00
总股本(百万股)	67.00
无限售 A 股/总股本	20.30%
流通市值(百万元)	938.40
每股净资产(元)	10.85
PBR (X)	6.36
DPS (Y10, 元)	无

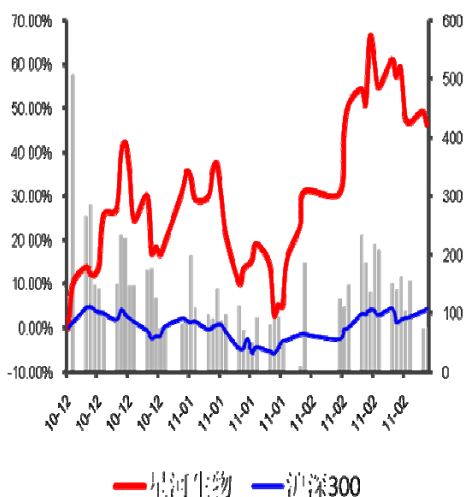
主要股东 (Y10)

叶运寿	36.54%
广东南峰集团有限公司	12.64%
广州御新软有限公司	7.46%

收入结构 (Y10)

金针菇	70.12%
真姬菇	23.22%
白玉菇	6.13%
其它	0.51%

最近6个月股价与沪深300指数比较



相关编号: 11TWF-CT01

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	95.77	167.93	227.24	336.43
年增长率 (%)	29.61	75.35	35.32	48.05
归属于母公司的净利润	20.35	42.20	58.50	92.45
年增长率 (%)	77.57	107.37	38.62	58.03
每股收益 (元)	0.30	0.63	0.87	1.38
PER (X)	227.17	109.55	79.03	50.01

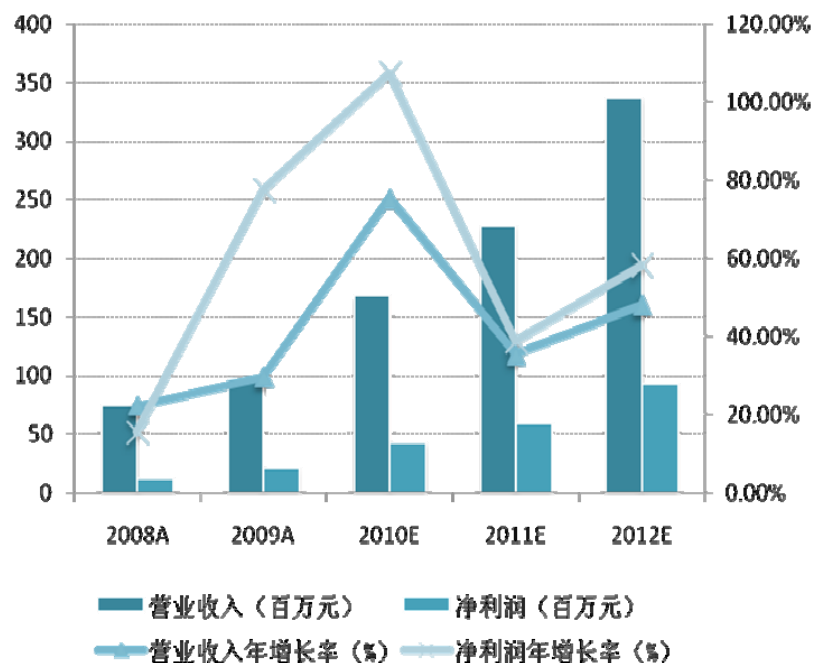
注: 有关指标按最新总股本为67.00百万股计算

一、公司概況

星河生物公司是专业从事鲜品食用菌的研发、生产和销售的现代农业企业。公司目前主要产品包括金针菇、真姬菇和白玉菇等鲜品食用菌，目前在广东省内有4个生产基地，日产鲜菇约50余吨。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。

2010年公司实现营业收入1.68亿元，同比增长75.35%，实现归属母公司净利润4220.35万元，同比增长107.39%，实现每股收益0.63元。公司业绩快速增长主要源自于公司产能的大幅提升，产品结构优化。公司在保持现有4个基地每日正常产出的同时，未来2年的业绩增长主要用募投及非募投项目的新增产能来保证，而今年7月即将投资新建的河南新乡项目将作为公司中长期新的业绩增长点。

图1 星河生物2008年-2012年业绩预测图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、公司工厂化养殖模式前景广阔

我国是食用菌生产和消费大国，2009 年全国食用菌总产量达到 2020 万吨，总产值达到 1103 亿，占世界总产量的 70%以上。近 10 年我国食用菌产量及产值年均复合增长率分别为 13.48%和 19.20%，均保持较高增速。虽然目前我国鲜品食用菌产量约为 2000 多万吨，其中工业化生产的食用菌产量仅为 40 多万吨（其中金针菇占比超过 95%），工业化生产食用菌占全国消费量比重很低。随着消费者对食用菌产品的认识和了解逐渐提高，无污染、产品品质稳定的工厂化产品将逐渐替代现有的农户产品成为消费者购买的首选。目前我国人均每日食用菌消费量仅为 40 克左右，较发达国家相距甚远，因此工厂化养殖模式前景广阔。具有先发优势的星河生物公司未来将从这一行业发展趋势中受益。

图 2 我国食用菌产量增长图（万吨）

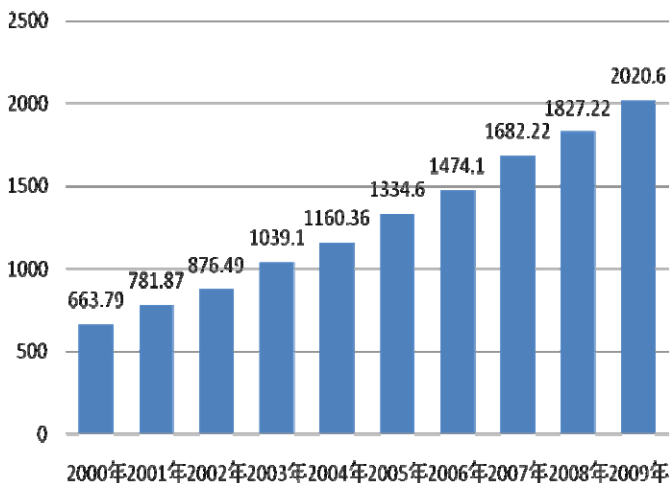
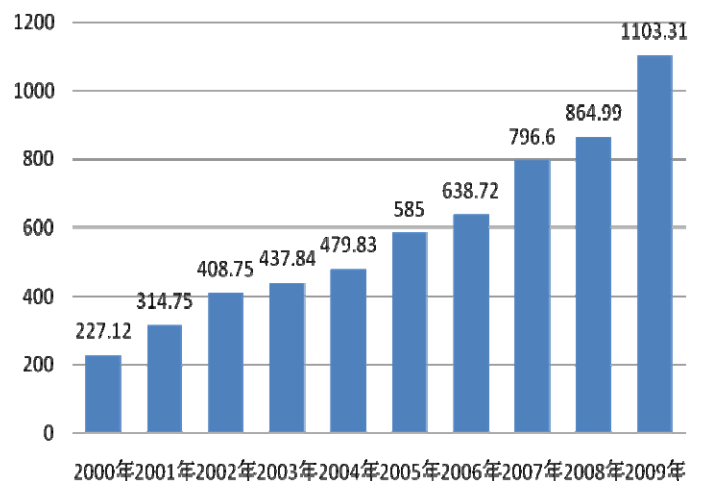


图 3 我国食用菌产值增长图（亿元）



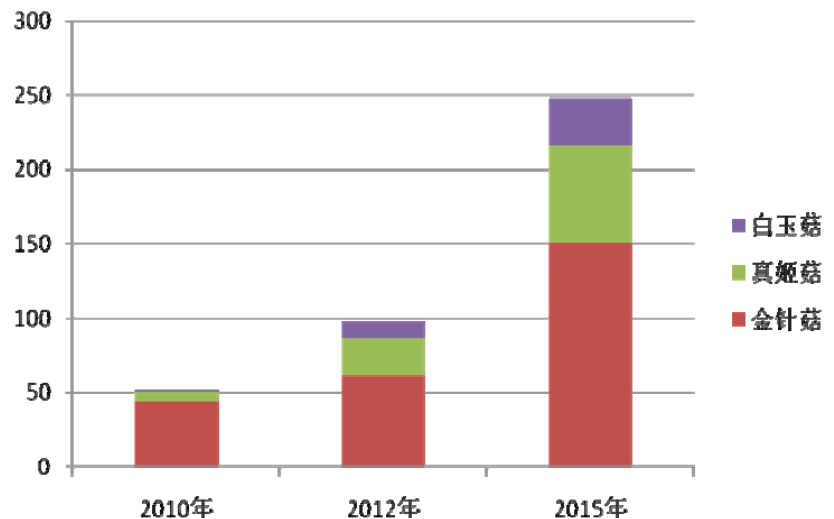
数据来源：中国食用菌年鉴 上海证券研究所

三、公司未来 2 年业绩增速有保障

在食用菌价格稳定的前提下，公司未来 2 年业绩增长主要来自于产能的扩张。目前公司的生物转化率在 250 克左右，相较台湾及日本等地的先进企业，差距分别在 30 克、50 克左右。由于生物转化率的提高涉及到多种因素，短期内大幅提高的可能性较小。故我们暂时不考虑公司由于技术突破带来的利润贡献。未来 2 年的业绩增长主要来源于募投及非募投项目的如期达产以及产品结构的调整。截至 2010

年底，公司主要产品以金针菇为主（占比 82.69%），随着募投项目及河南新乡项目的建成投产，到 2015 年公司的产品结构比例目标为（金针菇 60.89%、真姬菇 26.21%、白玉菇 12.90%）。高毛利率产品的比例提高非常明显。我们认为公司在产能扩大的同时，积极调整产品结构，提高高毛利品种的比例将进一步提高菌类业务的总体毛利率水平，同时有助于保持公司在细分品种的规模优势。

图 4 2010 年-2015 年公司主要产品结构变化（吨/天）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

四、河南新乡项目进军北方市场

公司将使用部分超募资金 20,000 万元结合自筹资金 39,970.82 万元和银行贷款 40,000 万元投入河南子公司进行食用菌生产基地项目，项目建设周期为 42 个月，项目建设后计划实现年生产能力 4.5 万吨，平均年新增销售收入约 55,200.00 万元，年平均新增净利润 14,582.91 万元，投资回收期为 7.83 年（含建设期）。河南新工厂北距北京市 600 公里，南距郑州市 80 公里，东南距新乡市约 20 公里。地理条件正符合公司向郑州、北京等北方地区快速扩张，占领北方市场的需要。河南新乡项目达成后，将新增日产能 150 吨，其中金针菇 90 吨、真姬菇 40 吨、白玉菇 20 吨。由于项目投入的资金及建设规模都较大，故建设周期较星河以往的分公司要长。我们认为首次在广东省外建厂及北方市场的渠道开拓是公司此项目面临的主要难题。如果项目顺利建成达产，公司将走出布局全国的第一步，同时该项目将为未来大规模复制现有模式提供重要的参考价值。

五、风险提示

1. 同行业竞争对手产能扩张迅速，未来存在价格竞争风险。
2. 新增产能不能如期达产的风险。

六、投资建议

假设未来公司现有基地产出稳定，募投及非募投顺利建成投产，金针菇、真姬菇、白玉菇价格稳定，公司能够维持现有毛利率水平；11、12年分别实现食用菌产量为1.87万吨、2.53万吨。

预计公司11、12年EPS分别为0.873元、1.380元；对应的动态市盈率为79.03倍、50.01倍。考虑到公司11、12年新增产能达产确定性高，业绩增长较为明确；同时河南新乡项目的中长期前景较好；目前公司估值水平较高，但未来成长性较好，我们建议择机逢低介入，长期持有，首次给予公司评级“跑赢大市”。

七、附表

附表 1 分业务盈利预测

产品	项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
金针菇	销量 (吨)	5978.65	6552.12	11675.00	14650.00	17350.00
	单价 (元/吨)	10848.92	10172.30	10087.00	10000.00	9950.00
	销售金额 (万元)	6486.19	6665.01	11776.57	14650.00	17263.25
	毛利率	30.32%	39.20%	40.07%	40.00%	40.00%
	销售成本 (万元)	4519.58	4052.33	7057.70	8790.00	10357.95
真姬菇	销量 (吨)	599.44	1459.12	2077.00	3420.00	5820.00
	单价 (元/吨)	13846.09	17089.20	18780.00	19200.00	19500.00
	销售金额 (万元)	829.99	2493.52	3900.61	6566.40	11349.00
	毛利率	6.28%	39.53%	53.82%	54.00%	54.00%
	销售成本 (万元)	777.87	1507.83	1801.30	3020.54	5220.54
白玉菇	销量 (吨)	-	158.68	446.00	650.00	2150.00
	单价 (元/吨)	-	20955.40	23080.00	23200.00	23400.00
	销售金额 (万元)	-	332.52	1029.37	1508.00	5031.00
	毛利率	-	24.32%	55.51%	56.00%	56.00%
	销售成本 (万元)	-	251.65	457.97	663.52	2213.64
合计	销售收入 (万元)	7316.18	9491.05	16706.55	22724.40	33643.25
	销售成本 (万元)	5297.44	5811.81	9316.97	12474.06	17792.13

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所

附表 2 星河生物损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	95.77	167.93	227.24	336.43
营业总成本	56.93	93.18	124.74	177.92
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	6.46	12.31	16.66	24.66
管理费用	11.58	21.17	28.65	42.41
财务费用	3.54	4.46	5.12	5.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	2.81	6.08	2	2
营业外支出	0.02	0.28	0.2	0.2
利润总额	20.39	42.56	59.00	93.24
所得税费用	0.04	0.36	0.50	0.79
净利润	20.35	42.20	58.50	92.45
归属于母公司受益者的净利润	20.35	42.20	58.50	92.45

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益 (元)	0.304	0.630	0.873	1.380

数据来源: 公司定期报告 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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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其中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	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	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其中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	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	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。