

食品饮料行业

星河生物 (300143)

评级: 增持

食品饮料行业研究员

王永锋

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070210070004

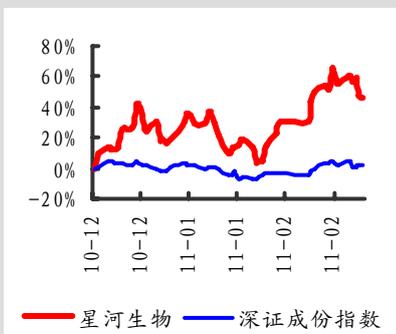
6-12个月目标价: -

最新股价: 69.20

基本资料

总股本 (万股)	6700
流通股 A 股 (万股)	1360
总市值 (亿)	46.86
每股净资产 (元)	10.85
资产负债率%	14.60
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

星河生物股价与深证成指对比:



相关研究:

四年再造三个“星河生物”

投资要点

- **全国食用菌龙头企业。**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，经中国食用菌协会统计，截至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。
- **行业发展趋势良好。**1、行业空间巨大。2009年我国食用菌产量为2020万吨，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，空间巨大。2、行业仍将保持高速增长。2000年-2009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%，随着人们生活水平的提升以及对健康的重视，行业高增长将持续。3、工厂化生产将对农户生产进行持续替代。工厂化生产在生产过程中对环境的控制非常有力，保证菌种生长整齐、稳定，符合现代人们对新鲜食用菌常年供应的需求。另外，工厂化生产减少了食品安全隐患，符合消费者的食品安全需求。
- **技术优势、规模优势、先发优势是公司的核心竞争优势。**1、技术优势。公司食用菌工厂化生产工艺技术已经达到国际先进水平，菌种培育和保存技术、培养基配方技术、食用菌生产环境智能综合控制技术、杂菌感染和病虫害控制技术、新型保鲜技术等也达到国内先进水平。2、规模优势。截至2010年末，公司日产鲜品食用菌约50吨，其中金针菇日产约42吨、真姬菇约6.5吨、白玉菇约1.5吨，生产规模在国内继续名列前茅。3、先发优势。公司是目前A股上市唯一的食用菌企业，占据了迅速提升品牌知名度、扩张产能、充足营运资金等先发优势。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2011~2013年公司分别实现每股收益0.87/1.08/1.32元，对应的动态PE分别为80/64/53倍。公司短期估值过高，但考虑到公司在鲜品食用菌行业中的龙头地位，从中长期来看我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**金针菇价格下行风险；新乡生产基地施工进度低于预期。

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	16793	22801	29439	36185
同比 (%)	75.35%	35.78%	29.11%	22.92%
归属母公司净利润 (万元)	4220	5806	7247	8827
同比 (%)	107.37%	37.58%	24.83%	21.79%
毛利率 (%)	44.51%	43.98%	45.10%	46.04%
每股收益 (元)	0.63	0.87	1.08	1.32
PE (倍)	110	80	64	53

产能问题

公司2010年新股发行募集资金新增产能项目主要包括韶关食用菌生产线整体技术改造项目和塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目。

(一) 韶关食用菌生产线整体技术改造项目。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。项目达产后,将每年新增销售收入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。项目达产后将每日新增鲜品真姬菇4吨,年新增产量1,200吨。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%。

表格 1 星河生物2010年公开发行募投项目表(万元、吨)

项目名称	投资总额	新增产能	达产期	新增收入
韶关食用菌生产线整体技术改造项目	8000.00	22(日产能) 6600(年产能)	2011.12.31	8,850.00
塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目	3168.89	4(日产能) 1200(年产能)	2011.12.31	1,800.00
合计	11168.89	24(日产能) 7800(年产能)	-	10650.00

数据来源:招股说明书、日信研究(注:假设项目建设期1年,第2年达产50%,第3年达产100%)

2011年2月22日,公司发布《新乡市星河生物科技有限公司食用菌生产基地建设项目可行性研究报告》,公司拟投资99,970.82万元,其中拟用投资单位上市部分超募资金20,000万元,自筹资金39,970.82万元,银行贷款40,000万元,投入建设与公司主营业务相关的食用菌生产基地项目,以扩大公司产能,满足市场需要。

项目建设地址为河南省辉县市冀屯乡宪录村,拟建设项目年生产能力约为45000吨,其中主要产品分布如下:金针菇90吨/日,27000吨/年;真姬菇40吨/日,12000吨/年;白玉菇20吨/日,6000吨/年。建设期限约42个月,即2011年7月至2014年12月,项目投产后,正常年新增销售收入约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。

表格 2 新乡市食用菌生产基地产能预测表

投资总额(万元)	新增产能(吨)	达产期	新增收入(万元)	新增净利润(万元)
99,970.82	150(日产能) 45000(年产能)	2014年12月	55,200.00	14,582.91

数据来源:公司公告、日信研究(注:2010年公司日产能为50吨,实际年产量为14198吨)

表格 3 星河生物产能预测表 (吨)

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
塘厦 (第一基地)	2916	2980	2980	4200	4200	4200
韶关 (第二基地)	6553	6820	10100	13400	13400	13400
清溪分公司 (第三基地)	4729	7620	7620	7620	7620	7620
清溪第二分公司 (第四基地)	0	1300	1300	1300	1300	1300
新乡项目	-	-	-	-	22500	45000
合计 (年产量)	14198	18720	22000	26520	49020	71520
合计 (日产能)	47	60	71	86	161	236
YOY	154.95%	27.66%	18.33%	21.13%	87.21%	46.58%

数据来源: 公司年报、日信研究 (注: 假设新乡项目建设期3年, 2014年达产50%, 2015年达产100%)

价格问题

受季节变化和消费习惯的影响, 金针菇、真姬菇等鲜品食用菌在春夏季节价格相对较低, 秋冬季节价格较高。销售价格的波动导致公司销售收入一、二季度 (上半年) 相对较低, 在三、四季度 (下半年) 较高。2007-2009年, 公司金针菇等三大主营产品上半年销售收入合计占全年销售收入的比例分别为18.09%、37.36%、36.99%, 实现的毛利合计占全年毛利的5.77%、26.82%、26.29%。

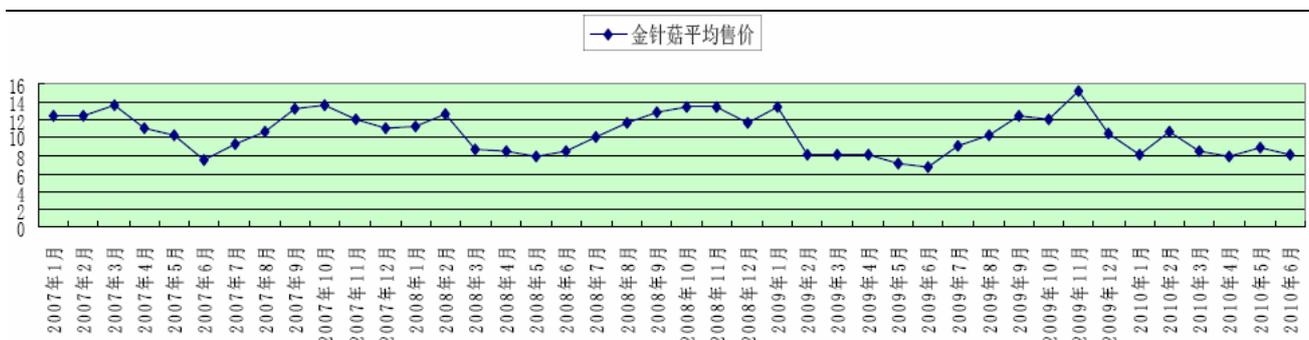
由于金针菇产品市场竞争日趋激烈, 我们预计未来该产品价格将继续下滑, 而真姬菇和白玉菇技术门槛较高, 产品价格有望继续保持小幅上升趋势。

表格 4 主要产品均价 (元/吨)

产品名称	2007年	2008年	2009年	2010年
金针菇	11525.45	10848.92	10172.30	10087.31
真姬菇	-	13846.01	17089.20	18779.01
白玉菇	-	-	20955.40	23085.65

数据来源: 招股说明书、公司年报、日信研究

图表 1 金针菇平均售价 (元/公斤)



数据来源: 招股说明书、日信研究

竞争格局

根据中国食用菌协会统计,截至2009年末,我国食用菌行业工厂化生产企业产能排名前十的共有20家,总产量合计为348吨/天,约占全国食用菌工厂化生产的20%;另外200多家食用菌工厂化生产企业承担了全国食用菌工厂化生产总量的约80%。

1、金针菇

国内竞争情况:国内主要市场竞争对手包括珠海市绿阳菌业有限公司、中山和兴养菌场有限公司、上海雪国高榕生物技术有限公司、上海福茂食用菌有限公司、北京富勤食用菌科技有限公司、江苏苏州华泰昌农业科技有限公司、河南久芳(郑州)生物科技有限公司等,年产量分别约为7,100吨、3,600吨、6,000吨、7,200吨、5,000吨、6,000吨、4,500吨。上述公司性质主要包括外商独资、中外合资、台商独资等,均具有较强的技术优势。

国际竞争情况:目前金针菇工厂化生产主要集中在亚洲,除中国外,主要生产国家或地区包括韩国、日本和我国的台湾地区。**1、韩国。**韩国工厂化金针菇日产量目前约为250吨,韩国大兴农场是韩国最大的金针菇生产商,日产量60吨;Green Peace、Dorame、Moshiland 等大型企业日产量约35吨。根据中国食用菌信息网统计,韩国平均每天出口到中国的金针菇数量由前几年的10吨增加到目前的20多吨。**2、日本。**日本国株式会社雪国舞茸是日本食用菌领先企业,成立于1983年,其股票1994年在日本上市,目前年产真姬菇12,000吨,年产杏鲍菇产量约10,000吨,年产灰树花约20,000吨(资料来源:雪国舞茸公司官方网站)。目前雪国舞茸主要市场除日本本地之外,主要出口到欧美、东南亚等国家。雪国舞茸于2004年在上海设立上海雪国高榕生物技术有限公司,目前年产金针菇约4,000吨,2009年在长春设立长春雪国高榕生物技术有限公司,预计年产金针菇约6,000吨。**3、台湾。**台湾企业从1995年进入广东市场,逐步向上海、北京、河南、江苏、四川等地发展。部份台湾产品通过香港后转口进入中国大陆。

2、真姬菇

真姬菇由于技术含量较高,没有农户模式的产品,工厂化生产的厂家也比较少,除星河生物外,目前国内生产真姬菇的厂家主要包括上海丰科生物科技股份有限公司、上海天厨菇业有限公司、深圳市天葶生物食品开发有限公司等,年产量分别约为5,000吨(含白玉菇)、2,000吨、700吨

日本是国际上主要真姬菇产地,日本上市公司好菇道株式会社是日本主要生产厂家,成立于1964年,其股票于1998年10月在日本上市,目前真姬菇年产40,100吨,年产杏鲍菇15,450吨,年产灰树花约10,700吨,是日本最大的食用菌上市公司,在加拿大、台湾地区设立分公司,目前主要销售地区为日本和欧洲等国。

3、白玉菇

白玉菇与真姬菇生产方法类似,目前国内生产的厂家较少,除星河生物外,国内主要生产厂家为山东荣丰食用菌有限公司(年产白玉菇约1,500吨)和上海丰科生物科技股份有限公司等。

风险因素

1、市场竞争加剧带来的金针菇价格下行风险。

未来公司主要面临韩国、日本、台湾地区等国际领先企业的竞争。目前，韩国、日本、台湾地区等境外或外资企业对国内市场已经产生一定的影响，一方面，外资企业在生产管理、质量控制、品牌宣传等方面具有一定的优势，另一方面，从境外进口的工厂化食用菌产品数量逐渐增加，从长远来看，境外及外资企业的资本、技术、品牌等优势将逐步显现，导致国内市场竞争加剧。

另外，国内其他食用菌企业的快速成长，构成市场竞争的另一支重要力量。目前国内的主要金针菇厂家均在进行产能扩张，在未来几年内市场竞争将趋于激烈。真姬菇和白玉菇由于技术门槛较高，与金针菇对比，未来市场竞争将会相对缓和，但如果其他厂家突破技术门槛，将会导致市场竞争加剧。

2、新乡食用菌生产基地施工进度低于预期。

公司在河南省辉县市冀屯乡宪录村的《新乡市星河生物科技有限公司食用菌生产基地建设项目》建设周期约42个月，即2011年7月至2014年12月，项目总投资额为99,970.82万元。该项目建设周期长，投资金额大，施工进度将面临较大的不确定性。

附表 1 利润预测表（万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	16793	22801	29439	36185
减：营业成本	9318	12774	16163	19527
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	1231	1779	2355	2895
管理费用	2117	2964	3886	4885
财务费用	446	0	294	543
资产减值损失	6	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	3675	5284	6740	8336
加：营业外收入	608	608	608	608
减：营业外支出	28	28	28	28
三、利润总额	4256	5864	7320	8916
减：所得税费用	36	59	73	89
四、净利润	4220	5806	7247	8827
归属母公司净利润	4220	5806	7247	8827
少数股东损益	0	0	0	0
五、每股收益（元）	0.63	0.87	1.08	1.32
股本（万股）	6700	6700	6700	6700

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有，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。如引用发布，需注明出处为日信证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。