

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

青海明胶 (000606)

推荐 (首次)

寒冬即将过去

2009 年 02 月 21 日

现价 5.14 元

李珊珊 医药业研究员

86-755 - 22624145

lishanshan@pasc.com.cn

高利

86-755 - 22623263

gaoli@pasc.com.cn

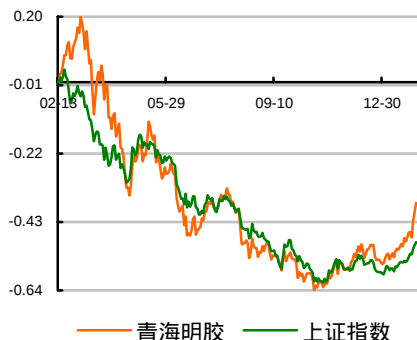
主要数据

行业	医用耗材
公司代码	000606
公司网址	http://www.my
总股本(万股)	0.00
流通股(万股)	0.00
流通市值(百万)	0.00
每股净资产(元)	0.00
净资产收益率(%)	0.00
总资产负债率(%)	45.53

相关研究报告

<<>>

行情走势图



— 青海明胶 — 上证指数

请务必参阅文后免责条款

独到见解

目前明胶的业绩是非常态的：由于原材料价格的上涨，明胶 08 年及 09 年上半年业绩压力较大，但目前影响业绩的因素都在向好，明胶的业绩有望在 2010 年达到正常水平。

我认为，青海明胶目前的战略是对的，不断的扩产将使公司在 2 - 3 年后成为行业真正的寡头之一。

投资要点

- 1、明胶行业的寡头垄断格局正在形成中，05 年开始的骨明胶行业并购浪潮使得行业集中度大增，前 6 大骨明胶厂占全国骨明胶总量的 89%，之后还会更集中。
- 2、公司从 07 年开始，一直在行动（本部明胶扩产 + 收购明胶产能），2 - 3 年后将成为行业真正的寡头之一。寡头格局形成后，只要公司自己不犯什么错误，公司就将与明胶行业景气高度正相关。
- 3、明胶供需分析：需求——药用需求稳定增长，食用需求刚刚开发；供给——之前供不应求，为期 4 年的行业扩产在 08 年基本结束，但产能要 09 年才能全部释放；议价能力——目前不强，但在逐渐增强；结论——2010 年开始，明胶行业的日子应该比较好过的。
- 4、最困难的时候即将过去：明胶 08 年由于原材料价格大幅上涨、新厂房工艺磨合导致骨耗很高，成本很高，在扣除出售厂房的收益后利润极其微薄；09 年上半年要消化高位原材料带来的压力；从 09 年下半年开始，公司的盈利将逐步开始体现。
- 5、从估值来看，青海明胶并不便宜，按照山东药玻的估值来算，2010 年 15.28 倍 PE，明胶的合理估值应该是 4.03 元，相比目前 5.14 元的股价并没有被低估。但由于公司目前正在进行一些项目储备，如果能成功，对估值将有很程度的提升，因此，我认为，可以给予 30% 的溢价，目标价为 5.24 元，从中长期角度而言，给予“推荐”评级。

风险提示

我在进行业绩测算时是采用常态假设，若明胶价格、原材料价格出现大幅不利于公司的波动，则业绩将低于我的预测。

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	168.43	179.88	289.24	494.07	653.66	755.58
净利润(百万)	10.70	16.00	23.85	24.64	44.89	72.39
净利润增长率(%)		81.08%	34.86%	4.40%	82.16%	61.27%
每股盈利(元)	0.071	0.119	0.106	0.110	0.164	0.264
市盈率(倍)			48.28	46.73	31.38	19.46
股息(元)	0.000	0.011	0.000	0.011	0.020	0.032
股息率(%)	0.00	0.28	0.00			

1、这是一个正在“作为”的企业，将自己和明胶行业绑在了一起

泰达入主明胶后，主要战略就是在扩大明胶产能，成为明胶行业的寡头之一，将青海明胶和明胶行业绑在了一起，一荣俱荣，一损俱损。

步骤：

07年募投：西宁本部扩产到3000吨

07年收购河南金箭明胶，技改后，产能将扩到1500吨

09年再融资：西宁本部扩产到4500吨

当上述工作都完成后，青海明胶的明胶产能将达到6000吨，市场占有率在30%左右。

2、明胶行业目前很小，将来的潜力来自于食用领域，但时间难以判定；能判定的是寡头垄断格局正在形成

明胶行业目前还很小，骨明胶全国大概1.8万 - 2万吨的产能，10亿左右的市场规模，将来的潜力来自于食用领域，国外食用领域使用80%的明胶产能，而我国仅有不到20%，从比例上来看，潜力还是不小的，但市场启动的时间难以判定。

明胶行业的寡头垄断格局正在形成中，05年开始的骨明胶行业并购浪潮使得行业集中度大增，前6大骨明胶厂占全国骨明胶总量的89%，之后还会更集中。

3、最困难的时候即将过去

08年是公司最困难的一年，由于新厂区技术磨合，明胶的骨耗很高，导致成本大幅上升，而原材料价格08年出现巨幅上扬，更使行业雪上加霜，公司的明胶业务08年盈利非常微薄。

08年四季度开始，原材料价格出现大幅下降，但由于生产周期较长，预计要09年二季度才能消耗完毕高位原材料，09年5月份开始，预计原材料方面的生产成本将大幅下降。

我预计，09年二季度开始，公司的业绩有望触底回升，最困难的时候即将过去。

4、明胶供需分析：2010年开始，日子会比较好过

需求——药用需求稳定增长，食用需求刚刚开发

供给——之前供不应求，为期4年的行业扩产在08年基本结束，但产能要09年才能全部释放

议价能力——目前不强，但在逐渐增强

结论——2010年开始，明胶行业的日子应该算是比较好过的。

5、估值

根据测算，明胶08、09、10年摊薄后的业绩分别为0.11元、0.164元、0.264元，2009、2010年的业绩增速较快，但由于这是建立在08年行业特别困难，盈利大幅下滑的基础上的，

因此以此作为业绩估算的标的并不合适。

图表1 明胶业绩分年分析

	非常态因素	是否作为常态业绩测算标准
2008年	骨粒价格暴涨、骨耗由于新厂房的磨合而过高	×
2009年	上半年消化高价位骨粒吞噬利润、产能并未完全释放	×
2010年	目前尚未预测到	√

资料来源：平安证券

我认为，明胶在经历过2008年、2009年业绩的非正常性波动后，2010年的业绩有望反映出明胶真实的盈利能力，因此，我将选取明胶2010年的业绩进行测算。

图表2 明胶估值参照

证券名称	收盘价	EPS				PE			
		2007A	2008E	2009E	2010E	2007	2008	2009	2010
青海明胶	5.14	0.106	0.11	0.164	0.264	48.49	46.73	31.34	19.47
山东药玻	11.4	0.43	0.52	0.62	0.75	26.43	21.92	18.33	15.28

资料来源：WIND、平安证券

从估值来看，青海明胶并不便宜，按照山东药玻的估值来算，2010年15.28倍PE，明胶的合理估值应该是4.03元，相比目前5.14元的股价并没有被低估。但由于公司目前正在进行一些项目储备，如果能成功，对估值将有很程度的提升，因此，我认为，可以给予30%的溢价，目标价为5.24元，从中长期角度而言，给予“推荐”评级。

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
主营业务收入	168.43	180.50	289.24	494.07	653.66	755.58
增长率	29.69%	7.16%	60.25%	70.82%	32.30%	15.59%
主营业务成本	97.39	107.05	190.91	319.94	425.57	491.06
销售毛利率	42.18%	40.69%	34.00%	35.24%	34.89%	35.01%
财务费用	7.15	6.21	5.93	11.49	13.17	14.65
管理费用	17.03	19.83	17.73	19.76	26.15	26.45
销售费用	32.46	32.14	48.73	130.93	130.73	132.23
所得税	2.70	1.54	3.05	4.35	7.92	12.77
净利润	10.70	18.06	23.85	24.64	44.89	72.39
每股收益	0.071	0.119	0.106	0.110	0.164	0.264

资产负债表

截至 12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
货币资金	8.65	29.33	53.23	32.31	93.07	111.96
应收账款净额	53.41	55.56	99.65	171.19	226.49	261.81
存货净额	66.30	73.95	72.32	117.32	156.06	180.07
流动资产合计	146.28	184.42	311.85	451.88	649.57	754.69
固定资产净额	318.57	277.31	324.46	349.52	425.50	434.76
非流动资产合计	424.50	459.51	518.70	404.76	474.88	470.21
资产总计	570.78	643.93	830.55	856.63	1,124.44	1,224.90
短期借款	32.00	38.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	38.20	32.52	71.81	111.98	148.95	171.87
预收账款	3.05	1.98	3.76	5.93	7.84	9.07
流动负债合计	224.92	168.79	234.67	238.13	285.01	313.49
长期借款	37.28	115.78	109.36	109.36	109.36	109.36
长期负债合计	37.28	155.78	116.38	114.36	114.36	114.36
负债总计	262.20	324.57	351.05	352.49	399.37	427.85
股本	151.70	151.70	224.04	224.04	274.04	274.04
少数股东权益	9.24	8.26	23.10	23.10	23.10	23.10
股东权益合计	308.58	319.36	479.50	504.14	725.08	797.05
负债及股东权益合	570.78	643.93	830.55	856.63	1,124.44	1,224.90

现金流量表

截至 12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	54.06	54.71	-45.97	-49.00	-2.61	62.99
投资活动产生的现金流量净额	-22.91	-36.49	-58.56	87.49	-100.00	-30.00
筹资活动产生的现金流量净额	-32.04	28.09	134.67	-59.40	163.36	-14.10
现金及现金等价物净增加额	-0.89	46.31	30.14	-20.92	60.76	18.89

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257