

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。

公司深度报告

青海明胶 (000606)

推荐 (维持)

寒冬已经过去，春天有多暖尚需观察

2009 年 04 月 06 日

现价 5.98 元

李珊珊 医药行业研究员

0755 - 22624145

lshanshan@pasc.com.cn

高利

0755-22623263

gaoli@pasc.com.cn

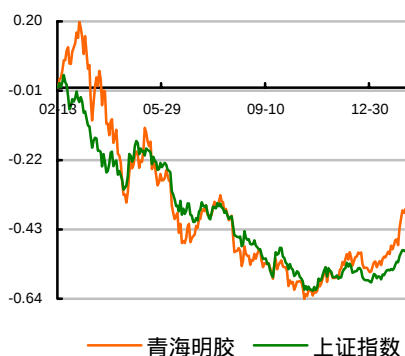
主要数据

行业	医用耗材
公司代码	000606
公司网址	http://www.
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

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。而寡头格局形成后，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。

明胶行业 08 年经历了最困难的一年；09 年开始，影响利润的很多因素在朝好的方向发展，但因素很多、变化很快，业绩预测将具有很大的不确定性。

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会比较好的。
- 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 09、10、11 年 0.18 元、0.27 元、0.34 元的 EPS 来计算，动态 PE 为 33 倍、22 倍、17 倍，但由于公司目前正在进行一些项目储备，如果能成功，对估值将有很大的提升，因此，仍然维持“推荐”评级不变。

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	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	180.50	289.24	493.54	685.04	804.79	886.25
净利润(百万)	17.50	23.60	12.26	49.18	73.43	93.19
净利润增长率(%)		32.06%	-42.55%	258.95%	49.29%	26.92%
每股盈利(元)	0.12	0.11	0.06	0.18	0.27	0.34
市盈率(倍)			97.78	32.91	22.04	17.37
股息(元)	0.01	0.00	0.00	0.02	0.03	0.03
股息率(%)	0.00	0.28	0.00	0.21%	0.39%	0.63%

目 录

第一部分：公司简介	3
第二部分：明胶国际、国内分析	5
一、明胶简介：	5
二、行业政策：	5
三、国际明胶市场：	6
四、国内明胶市场：	6
、骨明胶：行业寡头垄断的趋势正在形成，目前已经初露端倪	7
、皮明胶：成不了主流	7
、行业发展趋势及青海明胶战略分析	7
第三部分：公司明胶业务分析	8
一、明胶价格分析：	8
、明胶需求：药用需求稳定增长，食用需求市场刚刚开发	8
、明胶供给：之前供不应求，09 年本轮扩产产能基本都会释放出来	9
、明胶议价能力：目前不强，但在逐渐增强	10
、明胶价格判断	11
二、明胶成本分析：	11
、骨粒价格	11
、骨耗	11
、结论	12
第四部分：估值	12

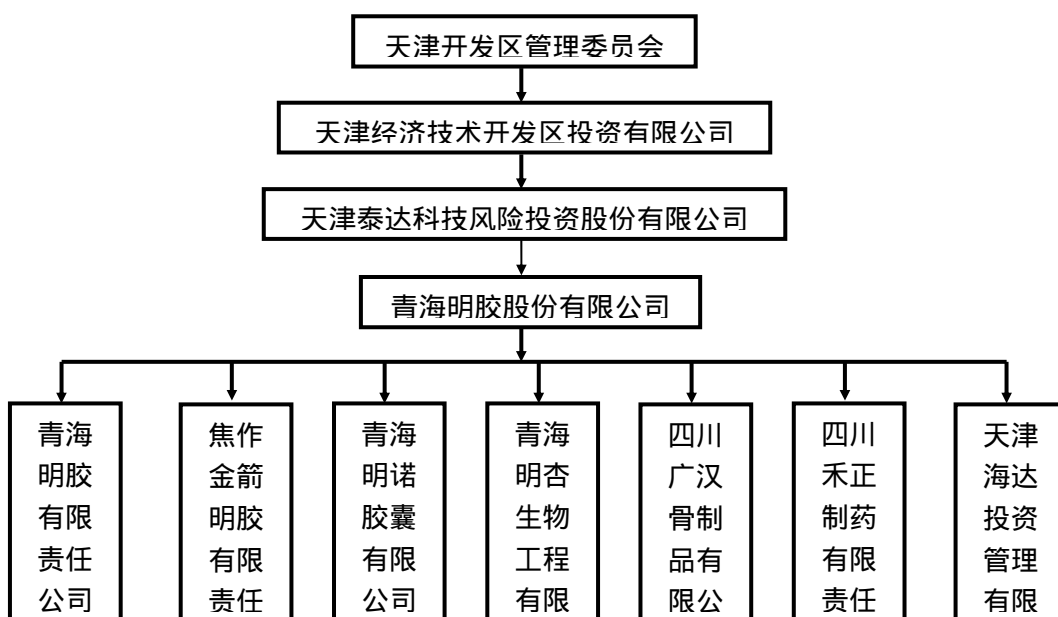
图表目录

图表 1 青海明胶组织架构图	3
图表 2 青海明胶旗下公司	3
图表 3 业务结构图	4
图表 4 公司分产品数据	4
图表 5 公司明胶业务数据	4
图表 6 世界明胶产量	6
图表 7 国内骨明胶与皮明胶比较	6
图表 8 2007 年国内明胶行业前 6 大实际产能	7
图表 9 明胶使用范围分析	8
图表 10 明胶在食品行业的发展前景	9
图表 11 明胶行业产能分析	9
图表 12 2007 年国内前 6 大骨明胶厂设计产能与实际产能差异	10
图表 13 上述明胶行业供需分析的小结	10
图表 14 骨粒价格影响因素分析	11
图表 15 收入预测假设	12
图表 16 盈利预测	13
图表 17 业绩估值分析	13
图表 18 2010 年、2011 年业绩测算时的假设条件	13

第一部分：公司简介

青海明胶1996年在深交所上市，2003年6月，第一大股东变更为青海企业技术创新投资管理有限责任公司，2004年初，第一大股东再次变更，变更为天津泰达科技风险投资股份有限公司。

图表 1 青海明胶组织架构图



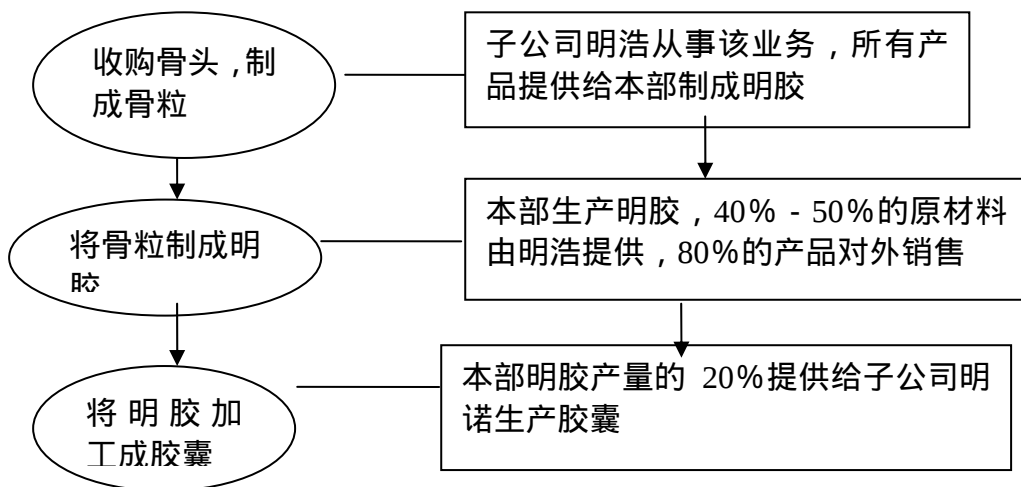
资料来源：公司公告、平安证券

图表 2 青海明胶旗下公司

	持股比例	07 年净利润	简介
全资公司			
青海明胶有限责任公司	100%	283	成立于 2007 年，前身为股份公司的明胶分公司，主营明胶、磷酸氢钙的制造与销售，年产各类明胶 3000 吨、磷酸氢钙 10530 吨
控股公司			
青海明诺胶囊有限公司	94.83%	408	成立于 2004 年，中外合资企业，生产药用空心硬胶囊，年产硬胶囊 80 亿粒，品牌名“晶品”
青海明杏生物工程有限公司	75%	-217	成立于 2001 年，合资企业，西北地区最大的软胶囊生产加工基地，有“高原红”“好媚媚”“清麦”等四大系列六十多个保健品品种，还对外开展软胶囊 OEM 代加工生产业务，年加工能力为 6 亿粒
四川禾正制药有限公司	90%	1244	位于四川成都，主打产品五酯胶囊
广汉明浩骨制品有限责任公司	95%	93	控股子公司，在国内骨源最为丰富的四川广汉成立，07 年 6 月，在西宁成立西宁分公司，年产 12000 吨骨粒
天津海达投资管理有限公司	100%		07 年 11 月成立，控股子公司
河南省焦作金箭明胶有限责任公司	51%		成立于 2007 年，位于河南焦作，设计产能为年产明胶 1500 吨

资料来源：公司公告、平安证券

图表 3 业务结构图



资料来源：公司公告、平安证券

公司的销售收入主要由明胶、胶囊、禾正制药的药品三部分组成：

图表 4 公司分产品数据

	2002 年报	2003 年报	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 中报
明胶系列产品(百万元)	37.32	61.58	60.22	68.21	76.27	99.04	92.39
硬胶囊(百万元)	11.84	35.73	33.26	36.39	39.08	50.67	31.29

资料来源：公司公告、平安证券

从上图可以看出，胶囊的产量是相对稳定的，而明胶产品从08年开始明显放量，主要是因为公司07年募投全部用于扩产，并且收购了河南金箭明胶厂，因而产能大幅扩大。

明胶：公司的主要业务，也是公司目前着重发展的部分，我将进行详细的分析。

图表 5 公司明胶业务数据

	2003 年报	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 中报
明胶业务收入	61.58	60.22	68.21	76.27	99.04	92.39
明胶业务成本	51.3	55.3	54.61	60.48	81.36	74.69
明胶业务毛利	10.28	4.92	13.6	15.79	17.68	17.7
明胶毛利率	16.69%	8.17%	19.94%	20.70%	17.85%	19.16%

资料来源：公司公告、平安证券

可以看到，公司明胶业务的毛利率从05年开始就一直很稳定，这4年也是明胶行业很红火的4年，但明胶业务在2009、2010年将呈现什么样的变化，对公司业绩产生多大的影响，在后面的第二、第三部分，我将进行详细的分析。

胶囊：行业严重供过于求，近几年盈利一直很一般，不做重点分析。

禾正制药的药品：禾正制药近几年收入的增长主要来自医药商业，以五酯胶囊为主的医药工业部分发展较为平稳，因此也不做重点分析。

第二部分：明胶国际、国内分析

一、明胶简介：



明胶：从动物皮、骨中提取胶原而制得的动物胶。从动物皮中提取的称为**皮明胶**，从动物骨中提取的称为**骨明胶**。

药用：明胶是药用软硬胶囊的原料；在片剂和丸剂制造过程中，起粘结剂和配料剂的作用。

食用：食品添加剂，可用于肉类罐头、果冻、糖果、冰淇淋等多种食品。

照相：用于感光材料的生产。

二、行业政策：

1、国家对明胶的进口有一定限制，尤其疯牛病发生后，美国及加拿大的牛源性明胶进口已经禁止

▲明胶进口税赋较高，需缴纳12%海关税和17%增值税，综合税率高达29%

▲国家药品监督管理局于2002年7月10日颁发《关于进一步加强牛源性及其相关药品监督管理的公告》

▲国家质量监督检验检疫总局、农业部于2003年12月25日联合颁发《关于暂时禁止来自美国的牛及其相关产品入境的紧急通知》

▲国家食品药品监督管理局于2003年6月23日下文，将加拿大列为已发生疯牛病疫情国家名录

▲国家食品药品监督管理局出台的《保健食品注册管理办法（试行）》（2005年7月1日）中规定，对保健食品注册实行药品式管理，保健食品注册申请的技术要求提高

2、明胶行业监管在加强，尤其三聚氢氨事件后

▲2006年6月1日开始实施的《食品添加剂明胶生产企业卫生规范》对食用明胶生产企业

从选址、原料选购到生产各道工序均进行了严格规定，这将淘汰大量的不规范明胶生产企业，稳定明胶市场。

▲2008年12月10日，我国九部委联合启动打击违法添加非食用物质和滥用食品添加剂专项整治行动。其中，肉制品、乳制品、酿造食品和蛋白质含量高的食品等将成检查重点。

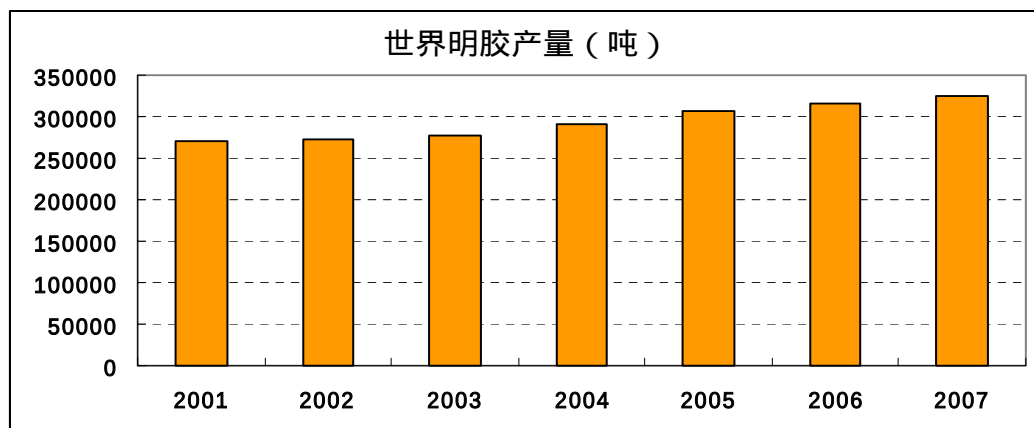
三、国际明胶市场：

市场总容量：2007年，世界明胶产量32.6万吨，其中骨明胶8万吨左右，其余大部分是以鲜猪皮为原料的皮明胶。

分布：世界明胶产量集中在西欧、美国、日本、印度，大多数企业的产量规模在4000吨以上，其中PB、嘉力达、罗赛洛是规模最大的明胶生产公司，占世界总产量的56.1%。

增长率：世界明胶市场的发展已经进入平稳时期，2001 - 2007年世界明胶产量复合年增长率约为3.23%。而亚洲地区处于快速成长阶段，复合增长率为11%。

图表 6 世界明胶产量



资料来源：欧洲明胶协会、平安证券

四、国内明胶市场：

国内明胶市场骨明胶、皮明胶并存

图表 7 国内骨明胶与皮明胶比较

	骨明胶	皮明胶
产能	18000 - 20000吨	超过30000吨
集中度	相对集中，小厂很少	相对分散，温州那小厂很多
进入壁垒	相对较高，技术壁垒和规模壁垒都较高	相对较低，技术壁垒和规模壁垒都较低
趋势判断	寡头垄断的趋势正在形成，目前已经初露端倪	受制于原材料资源限制，成不了主流

资料来源：平安证券

、骨明胶：行业寡头垄断的趋势正在形成，目前已经初露端倪：

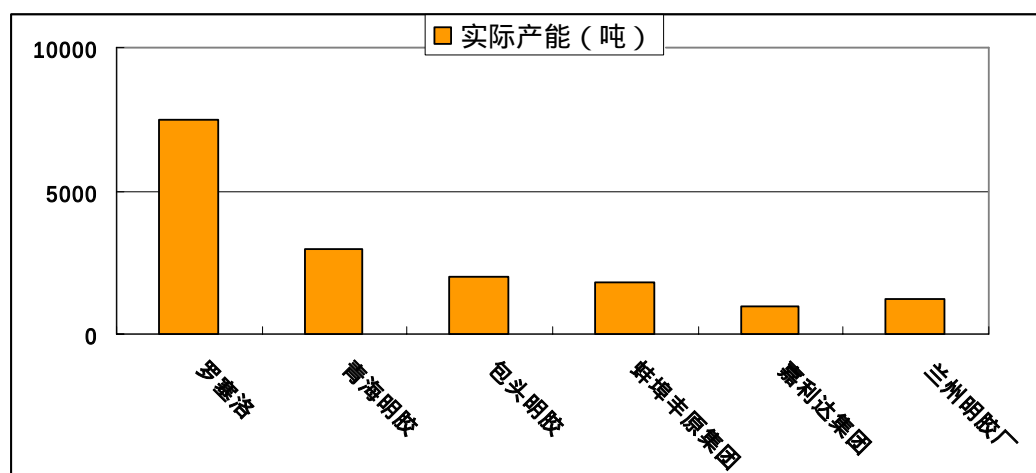
2000年之前：产能超过1000吨以上的骨明胶生产企业仅有广东开平和青海明胶2家

2005年时：年生产能力超过1000吨的企业已达8家

2005年之后：国内骨明胶行业进行了一系列的并购浪潮，使得产业集中度大增，上规模的骨明胶企业由2005年的10家减少到2008年的6家。

2007年：前6大占国内总量的89%

图表 8 2007 年国内明胶行业前 6 大实际产能



资料来源：中国明胶协会、平安证券

、皮明胶：成不了主流

国内皮明胶行业更为分散，进入门槛低致使行业更为不规范：

国内皮明胶产量在1000吨以上的内资企业就有十几家，年产几十吨到几百吨皮明胶的企业大概有几百家，其中大量充斥蓝矾皮生产工业明胶的作坊，皮明胶合计产量超过30000吨。

原材料资源限制国内皮明胶行业做大，成不了主流：

国内皮明胶企业主要集中在温州地区。皮明胶在国外多以鲜猪皮为原料，皮明胶冻力低、粘度高，主要用于软胶囊和食品行业，而国内受饮食习惯影响，鲜猪皮多直接食用了，用于明胶生产的供应量极为有限，国内很多厂家都使用制革企业的下脚料碎皮子（即蓝矾皮）为原料，劣质产品不少，影响食用安全。

、行业发展趋势及青海明胶战略分析：

明胶行业的发展趋势是寡头垄断，因为市场容量太小，技术门槛越来越高，导致寡头垄断是必然之选。

青海明胶的战略：

扩产 + 收购 = 扩大产能，扩大市场份额，扩大业内话语权。

实际进程：

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，河南金箭产能将扩到1500吨

09年再融资：西宁本部扩产到4500吨，加上河南金箭的1500吨，总产能将达6000吨

战略分析：

公司不断扩大产能是正确的，因为行业的寡头垄断格局正在进行中，假如错过这个时期，公司将失去在明胶行业的地位，但扩产后，公司的发展就将与整个明胶行业的发展绑在一起，一荣俱荣，一损俱损。与其他药品企业不同，其他药品企业要是自己做得不好，就算行业再好，也会被其他人挤掉，但明胶在寡头垄断格局形成后，只要自己不犯什么大错误，公司的景气就是和行业景气高度正相关，因此，对明胶行业的发展分析成为重中之重。

第三部分：公司明胶业务分析

明胶业务的盈利取决于2个因素，明胶的价格和成本。

一、明胶价格分析：

、明胶需求：药用需求稳定增长，食用需求市场刚刚开发

图表 9 明胶使用范围分析

使用领域	使用范围	国内比例	国外比例	增长速度
医用	生产药用胶囊	80%	20%	稳定，年增10%
食用	用于糖果、罐头、果冻等众多食品的添加价	20%	80%	基数小，三聚氢氨事件后发展加快

资料来源：平安证券

明胶的需求增长是相对稳定的，但主要的机会来自于食用领域的扩产，随着国家对食品添加剂管理的规范，明胶的使用将越来越普遍，如，三聚氢氨事件发生后，很多原来添加三聚氢氨用来增加蛋白质含量的企业改而使用明胶。但食用领域的扩展是循序渐进的，何时出现爆发式增长仍需观察。

图表 10 明胶在食品行业的发展前景

食品类型	添加明胶比例
橡皮软糖：QQ糖、小熊软糖、迷你汉堡糖	6 ~ 8%
充气软糖：挤出型棉花糖、落料型棉花糖、瑞士糖、太妃糖、牛轧糖	1 ~ 5%
酸奶：凝固性酸奶、搅拌型酸奶	0.2 ~ 2%
水果啫喱	1 ~ 3%
冰淇淋	0.2 ~ 1%

资料来源：青海明胶、平安证券

从明胶在食用行业的添加范围和添加比例来看，国外明胶食用比例大大超过药用，还是有一定道理的。这也是中国明胶行业的趋势，虽然说市场爆发的时间尚无法确定。

、明胶供给：之前供不应求，09年本轮扩产产能基本都会释放出来

图表 11 明胶行业产能分析

类别	差异	全国产能	再扩产可能性	进入门槛
骨明胶	产品相对高档，单价更高，技术门槛更高，小厂少	18000 - 20000吨	大规模扩产已经基本结束，各家可能还会改进工艺增加点产量	有一定技术门槛，规模经济临界点目前在3000吨左右，投资要近亿
皮明胶	单价低，小厂多	超过 30000吨	大规模扩产已经基本结束，受制于原材料	技术门槛不高，但受制于原材料，国内皮资源并不丰富

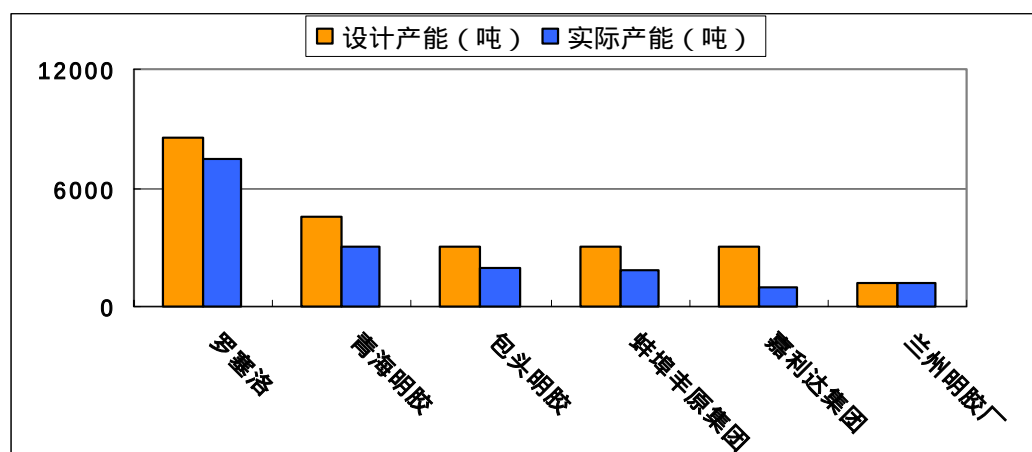
资料来源：平安证券

骨明胶和皮明胶的扩产这几年一直在进行，但08年底基本大规模扩产结束了，后面就是一些零零星星的技改加产能了。皮明胶主要受制于皮资源，国内饮食习惯是“连皮吃下”，因此皮明胶在国内始终没法占主要地位；骨明胶的原材料是动物骨头，目前全国动物骨头大概五分之一用于生产明胶。

设计产能基本稳定：由于扩产基本结束，设计产能在未来的几年内将是基本稳定的，不会有大幅的增加。

实际产能09年仍有一定释放：08年底产能的大规模扩张结束了，但是设计产能由于生产线建设及技改需要时间和磨合，因此设计产能在08年并未完全释放，09年仍有产能释放的过程。

图表 12 2007 年国内前 6 大骨明胶厂设计产能与实际产能差异



资料来源：中国明胶协会、平安证券

从上图可以看出，国内明胶企业的产能在07年并未完全释放，08年有部分释放，09年仍有一定释放，09年全行业产能应该能接近设计产能了，也就是意味着本轮供给的扩张到极限了。

但产能仍有放大并不意味着供过于求，从04年开始的明胶行业大扩产的背景是需求的迅速放大以及国内明胶行业的“供不应求”。2007年，国内骨明胶实际生产量在18000吨 - 20000吨之间，而国内骨明胶存在几千吨的缺口，因此每年都会从国外进口几千吨高档明胶。

、明胶议价能力：目前不强，但在逐渐增强

明胶目前的下游主要是胶囊厂，胶囊行业由于技术门槛不高，严重供过于求，对下游的药厂没有议价能力，因此行业生存较为艰难。胶囊行业目前的趋势是由超低利润率导致的行业整合，目前行业整合尚未完成，因此胶囊行业对药厂的议价能力是很弱的。

明胶行业目前寡头垄断的格局已经初步显现，骨明胶方面，罗赛洛旗下开平与大安合计占据国内产能的将近50%，青海明胶目前已经是老二，待6000吨产能达产后，与开平的差距将进一步缩小，第三方阵的企业大多是在1000 - 3000吨的范围，而且不多。相比胶囊行业，明胶行业由于集中度更高，因此议价能力更强，实际例证，08年骨明胶原材料大幅上涨，骨明胶出厂价全行业上调2次。

图表 13 上述明胶行业供需分析的小结

因素	分析
明胶需求	药用需求稳定增长，食用需求市场刚刚开发
明胶供给	之前供不应求，09年本轮扩产产能基本都会释放出来
明胶行业议价能力	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会比较好的——需求持续增长，供给达到本轮扩产的极限，议价能力增强

资料来源：平安证券

、明胶价格判断：

1、**明胶价格应该是相对稳定的**：明胶价格近几年一直都非常稳定，只有08年因为原材料价格的上涨而上调2次，但因为下游的胶囊厂利润很薄，而明胶行业又没有特别大的供需缺口，因此价格应该是相对稳定的。

2、**明胶提价的可能性**：明胶大幅提价的可能性来自于需求的大幅增加，而产能无法很快跟上，由于药用需求相对稳定，因此明胶大幅提价的可能只能来自于食用领域的大幅增长，该种可能性还需观察。

3、**明胶“价格战”的可能性**：寡头垄断的行业出现价格战的可能性应该是来自于比较大比例的供过于求，从目前的产能供给情况来看，还不大可能出现，但需要关注行业内的扩产情况。

因此：我们判断，明胶价格在短期内，应该是相对稳定的。

二、明胶成本分析：

目前明胶成本中占最大比例的成本是原材料，因此，在成本分析中，我将重点分析原材料成本的变化。原材料成本主要来自于骨粒价格和骨耗。

、骨粒价格：

明胶的原材料就是骨粒，骨粒价格之前一直很平稳，每吨2000元左右，08年，随着猪肉等农副食品的涨价，以及饲料涨价抢走了很多骨头制作骨粉，因此骨粒价格从2000多/吨上涨到最高4800元/吨，目前已回落到3200元/吨，但由于明胶生产周期较长，因此预计高位原材料的消耗要到09年二季度左右才能结束。

图表 14 骨粒价格影响因素分析

影响因素	趋势分析
猪肉等农副食品价格	目前暂时是通缩，但4万亿后会否通胀还需观察
饲料价格	08年底以来有一定下滑
行业议价能力	寡头趋势形成后，对下游的议价能力开始逐步加强
结论	骨粒价格应该能维持在3000左右

资料来源：平安证券

、骨耗：

骨耗 = 每吨明胶消耗的骨粒吨数。

骨耗取决于公司的技术水平，是公司竞争实力的核心之一。由于明胶生产是连续性生产，在每个生产环节都有一定的技术工艺，因此每个骨明胶厂都有自己的独门技术，骨耗作为综合性指标，是体现公司技术水平的综合性指标。

国内骨明胶行业龙头开平的骨耗基本在6.5左右，青海明胶的骨耗之前就比开平高，而

08年由于新厂区搬迁，产能从1500吨放大到3000吨，有部分技术关节磨合尚未完成，因此骨耗比搬迁前更高，因此08年综合成本上升很快，09年初，公司的骨耗已经开始稳定下降，09年全年有望维持在7 - 7.3。公司目前有新技术正在研制，若能成功，骨耗有望继续下降。

、结论：

从骨粒价格和骨耗综合来看，09年一季度明胶的单位成本仍会较高，但09年二季度开始明胶的单位成本应该会有比较明显的下降。

第四部分：估值

图表 15 收入预测假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
明胶	76.27	99.04	200.19	300.285	360.342	396.3762
增长率	11.82%	29.85%	102.13%	50.00%	20.00%	10.00%
硬胶囊	39.08	50.67	62.92	79.76	99.7	114.66
增长率	7.39%	29.66%	24.18%	26.76%	25.00%	15.00%
五酯胶囊	49.68			40	40	40
增长率	23.28%					
其他	15.47	139.53	230.43	264.99	304.74	335.22
增长率	-34.25%	801.94%	65.15%	15.00%	15.00%	10.00%
合计	180.5	289.24	493.54	685.04	804.79	886.25
增长率	7.17%	60.24%	70.63%	38.80%	17.48%	10.12%

资料来源：公司公告、平安证券

“明胶”业务是根据产能，并假设明胶价格基本平稳，测算出来的。

“五酯胶囊”业务由于近几年基本没有增长，为保守起见，我假设该项业务没有增长。

“其他”部分业务是公司旗下禾正药业的药品代销业务，因此金额增长很快，但由于费用很高，因此利润贡献并不大。

图表 16 盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	180.50	289.24	493.54	685.04	804.79	886.25
主营业务成本	107.05	190.91	341.66	458.98	539.21	593.79
销售毛利率	40.69%	34.00%	30.77%	33.00%	33.00%	33.00%
管理费用	19.83	17.73	23.17	27.40	32.19	35.45
销售费用	32.14	48.73	128.68	140.43	148.89	155.09
所得税	1.54	3.05	2.75	8.68	12.96	16.45
净利润	17.50	23.60	12.26	49.18	73.43	93.19
股本	151.70	224.04	224.04	270.64	270.64	270.64
每股收益	0.12	0.11	0.06	0.18	0.27	0.34
主营收入增长率	7.16%	60.25%	70.63%	38.80%	17.48%	10.12%
净利润增长率		32.06%	-42.55%	258.95%	49.29%	26.92%
当前股价对应 PE			97.78	32.91	22.04	17.37

资料来源：公司公告、平安证券

根据测算，明胶09、10、11年摊薄后的业绩分别为0.18元、0.27元、0.34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，并非常态。

图表 17 业绩估值分析

	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，但由于影响明胶业绩的因素非常多，明胶价格、原材料价格、骨耗，除了骨耗可以通过自身管理的加强而降低外，明胶价格、原材料价格等都是由市场决定的，明胶并没有绝对的控制权，因此，在进行2010年、2011年业绩测算时，我假设了如下的常态系数：

图表 18 2010 年、2011 年业绩测算时的假设条件

因素	假设条件
明胶价格	保持稳定，不发生大幅变化
骨粒价格	维持在3000元/吨上下
骨耗	7
产能	6000吨

资料来源：平安证券

因此，我认为，公司2010年、2011年的业绩将反映公司实际的盈利能力，但因为影响公司业绩的因素过多，而且变化很大，因此公司业绩的预测将具有很大的不确定性，波动

幅度可能会很大，因此，我将密切关注影响公司业绩因素的变化情况。

从估值来看，青海明胶并不便宜，按09、10、11年0.18元、0.27元、0.34元的EPS来计算，动态PE为33倍、22倍、17倍，但由于公司目前正在进行一些项目储备，如果能成功，对估值将有很大的提升，因此，仍然维持“推荐”评级不变。

近期相关报告

《青海明胶调研报告：寒冬即将过去》2009-2-21

《青海明胶增发点评》2009-3-6

《青海明胶年报点评》2009-4-2

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	180.50	289.24	493.54	685.04	804.79	886.25
增长率	7.16%	60.25%	70.63%	38.80%	17.48%	10.12%
主营业务成本	107.05	190.91	341.66	458.98	539.21	593.79
销售毛利率	40.69%	34.00%	30.77%	33.00%	33.00%	33.00%
财务费用	6.21	5.93	12.44	9.55	9.14	6.92
管理费用	19.83	17.73	23.17	27.40	32.19	35.45
销售费用	32.14	48.73	128.68	140.43	148.89	155.09
所得税	1.54	3.05	2.75	8.68	12.96	16.45
净利润	17.50	23.60	12.26	49.18	73.43	93.19
每股收益	0.12	0.11	0.06	0.18	0.27	0.34

资产负债表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
货币资金	29.33	53.23	57.86	34.25	40.24	105.64
应收账款净额	61.61	115.61	136.93	203.05	238.54	262.68
存货净额	73.95	72.32	132.44	174.41	204.90	225.64
流动资产合计	184.42	311.85	399.60	513.71	603.51	725.93
固定资产净额	205.88	324.46	367.17	479.90	519.72	532.71
非流动资产合计	457.43	518.70	494.03	656.55	678.06	657.10
资产总计	641.84	830.55	893.63	1170.26	1281.57	1383.03
短期借款	38.00	20.00	45.90	23.84	21.12	0.00
应付账款	32.52	71.81	129.47	160.64	188.72	207.83
预收账款	1.98	3.76	6.30	8.91	10.46	11.52
流动负债合计	169.79	234.67	277.40	331.08	382.07	397.48
长期借款	115.78	109.36	117.86	117.86	117.86	117.86
长期负债合计	156.14	116.38	117.86	133.66	125.47	125.66
负债总计	325.93	351.05	395.26	464.74	507.53	523.14
股本	151.70	224.04	224.04	270.64	270.64	270.64
少数股东权益	7.69	23.10	21.93	21.93	21.93	21.93
股东权益合计	315.91	479.50	498.37	705.53	774.04	859.89
负债及股东权益合	641.84	830.55	893.63	1170.26	1281.57	1383.03

现金流量表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	24.63	18.24	-9.54	23.56	62.94	104.61
投资活动产生的现金流量净额	-19.55	-137.30	46.91	-183.09	-49.31	-10.74
筹资活动产生的现金流量净额	15.60	142.95	-32.73	135.91	-7.64	-28.46
现金及现金等价物净增加额	20.68	23.90	4.63	-23.61	5.99	65.40

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 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在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）82449257 传真：（0755）82449257