

生物制品 III

余方升

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

6-12 个月目标价: 16.00 元

当前股价: 12.10 元

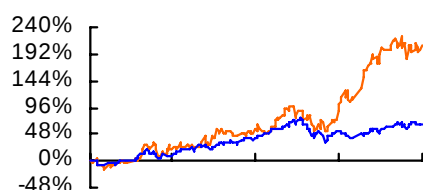
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3274.46
总股本(百万)	521
流通股本(百万)	420
流通市值(亿)	51
EPS (TTM)	0.18
每股净资产(元)	1.49
资产负债率	42.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
星湖科技	-2.22	50.43	100.98
上证综合指数	-0.61	8.52	17.26



2008/12 2009/3 2009/6 2009/9

—— 星湖科技 —— 上证综合指数

相关报告

《星湖科技-呈味核苷酸才创新高, 苏氨酸涨势又起》2009-10-21

星湖科技

600866

推荐

三大产品齐创新高, 业绩有望超过预期

近期反倾销将会出裁决结果, 我们预计胜诉的可能性很大, 呈味核苷酸价格创出 20 万/吨的新高已无悬念。另外近期苏氨酸价格强势坚挺, 利巴韦林价格也出人意料的急剧攀升, 公司未来业绩超市场预期已成定局。

投资要点:

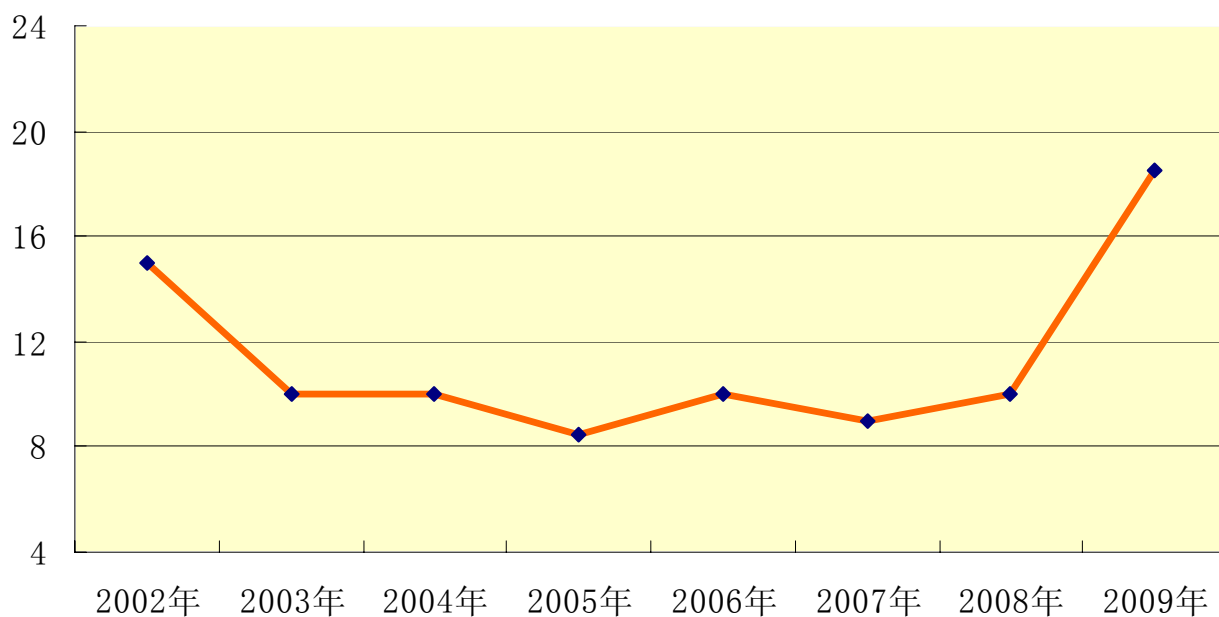
- **需求旺盛及反倾销导致国内呈味核苷酸供需紧张。**目前正处于需求旺季, 但国内目前产量并不能满足需求, 加上反倾销使得进口产品份额不断缩减, 导致国内市场供需非常紧张, 价格屡创新高, 目前已经上涨到 18.5 万/吨, 部分地区零售价已达 20 万/吨;
- **反倾销结果近期将公布, 呈味核苷酸价格突破 20 万/吨已无悬念。**今年 3 月公司向商务部提出反倾销申请, 预计近期将会出裁决结果。我们估计胜诉的可能性很大, 呈味核苷酸价格创出 20 万/吨的新高不是问题, 最终价格很可能超过目前市场的乐观预期;
- **苏氨酸价格强势坚挺, 业绩贡献将出乎市场所料。**市场需求的恢复, 海外市场价格上涨以及国内部分厂家停产检修等有利因素促使苏氨酸价格从底部 1.4 万/吨附近一路上扬, 目前味之素已把价格上调到 2.2 万/吨。作为国内最大的苏氨酸生产厂家(3 万吨), 公司受益非常可观;
- **利巴韦林价格急剧攀升给我们带来意外惊喜。**10 月以来利巴韦林价格急剧走高, 目前市场报价已高达 450 元/kg, 且货源非常紧张。主要是甲流感爆发引发抗病毒药物需求量快速增长, 利巴韦林价格也水涨船高。今年前 3 季度价格一直较低, 最低不到 300 元/kg, 4 季度价格已攀高到 450 元/kg, 较年初涨幅超过 40%。从当前形势来看, 我们预计利巴韦林价格将保持坚挺至甲流疫情消退之时;
- **维持公司推荐的投资评级。**在假设 10 年呈味核苷酸 16 万/吨均价, 6000 吨销量, 苏氨酸 1.35 万/吨, 29000 吨销量, 不考虑利巴韦林价格上涨带来的影响, 预计 09-11 年公司 EPS 为 0.40、0.66、0.89 元(原为 0.37、0.52、0.61 元); 乐观来看, 如果呈味核苷酸均价达到 20 万/吨, 公司 10 年业绩将达到 1.03 元, 再考虑利巴韦林的涨价, 公司 10 年动态 PE 将不到 10 倍, 维持推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	982	1490	1877	2321
同比(%)	28%	52%	26%	24%
归属母公司净利润(百万元)	29	208	345	462
同比(%)	-79%	617%	66%	34%
毛利率(%)	20.9%	32.2%	36.3%	37.5%
ROE(%)	3.7%	21.1%	26.0%	25.8%
每股收益(元)	0.06	0.40	0.66	0.89
P/E	194.24	27.11	16.34	12.19
P/B	7.27	5.73	4.24	3.15
EV/EBITDA	39	18	12	10

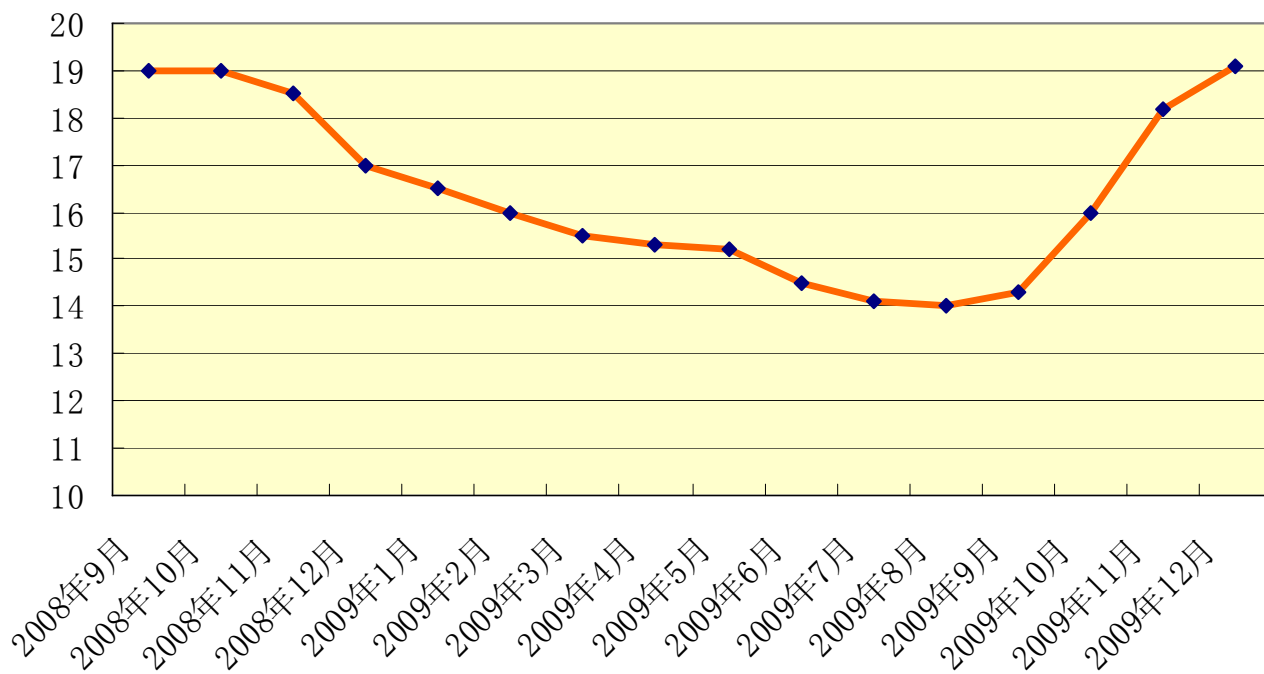
资料来源: 中投证券研究所

图 1：02 年以来呈味核苷酸价格（单位：万/吨）



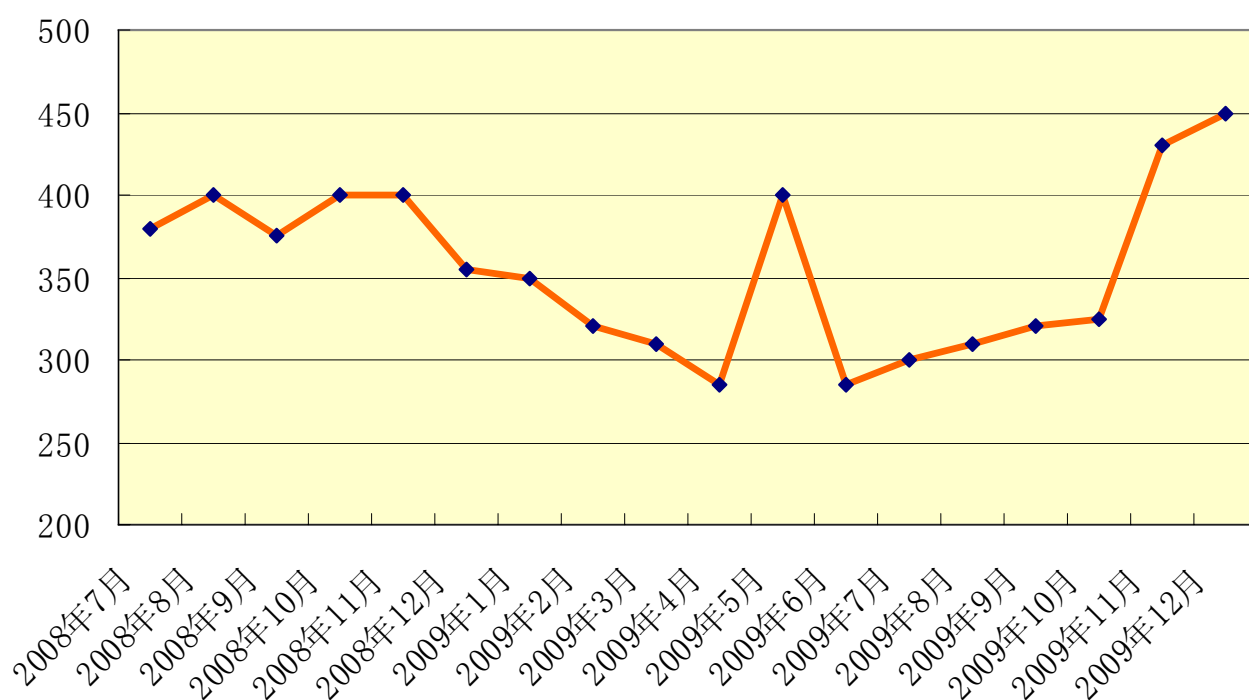
数据来源：健康网 中投证券研究所 09 年价格为 12 月最新报价

图 2：08 年 9 月以来苏氨酸价格（单位：元/Kg）



数据来源：博亚和讯 中投证券研究所 数据区间为 08 年 9 月 - 09 年 12 月

图 3：08 年 7 月以来利巴韦林价格（单位：元/Kg）



数据来源：健康网 中投证券研究所 数据区间为 08 年 7 月 - 09 年 12 月

表 1 公司主营业务收入及成本预测（单位：万）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入				
肌苷，利巴韦林，脯氨酸及其他	23,125	26,593	30,583	35,170
呈味核苷酸，味精，鸡精，酱油	43,311	85,973	116,765	154,995
其中：呈味核苷酸价格	10	14	16	16
产量(吨)	3,000	5,000	6,000	8,000
总销售收入	30,000	70,000	96,000	128,000
味精，鸡精，酱油等	13,311	15,973	20,765	26,995
苏氨酸等	30,716	35,370	39,150	40,500
价格（万/吨）	1.23	1.31	1.35	1.35
产量(吨)	25,000	27,000	29,000	30,000
其它销售	266	107	53	27
其它业务收入	799	959	1,151	1,381
合计	98,217	149,002	187,702	232,072
营业成本				
肌苷，利巴韦林，脯氨酸及其他	15,537	18,615	21,408	24,619
呈味核苷酸，味精，鸡精，酱油	33,920	51,624	64,412	85,335
其中：呈味核苷酸单位成本(吨)	7.8	7.8	8.0	8.0
总成本	23,400	39,000	48,000	64,000
味精，鸡精，酱油等	10,520	12,624	16,412	21,335
苏氨酸等	27,171	29,700	32,480	33,600
单位成本（万/吨）	1.09	1.10	1.12	1.12
其它销售	165	85	43	21
其它业务收入	904	945	1,151	1,381
合计	77,698	100,970	119,493	144,956
毛利率				
肌苷，利巴韦林，脯氨酸及其他	32.81%	30.00%	30.00%	30.00%
呈味核苷酸，味精，鸡精，酱油	21.68%	39.95%	44.84%	44.94%
其中：呈味核苷酸毛利率	22.00%	44.29%	50.00%	50.00%
苏氨酸等	11.54%	16.03%	17.04%	17.04%
其它销售	38.14%	20.00%	20.00%	20.00%
其它业务收入	-13.07%	1.50%	0.00%	0.00%
合计	20.89%	32.24%	36.34%	37.54%

资料来源：中投证券研究所 表中苏氨酸价格已经扣除增值税

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	500	888	1174	1677	营业收入	982	1490	1877	2321
现金	129	298	477	832	营业成本	777	1010	1195	1450
应收账款	71	143	167	206	营业税金及附加	5	11	11	15
其它应收款	50	69	95	115	营业费用	48	75	89	112
预付账款	10	50	49	57	管理费用	107	164	200	251
存货	221	300	352	425	财务费用	36	24	15	-0
其他	19	27	33	42	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	857	871	876	884	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	32	28	29	投资净收益	16	18	3	3
固定资产	683	700	713	719	营业利润	29	225	370	497
无形资产	67	58	58	56	营业外收入	4	1	3	3
其他	81	81	79	79	营业外支出	2	0	1	1
资产总计	1357	1758	2050	2561	利润总额	31	226	372	498
流动负债	484	706	672	745	所得税	3	21	34	45
短期借款	297	394	312	309	净利润	28	205	339	454
应付账款	127	182	203	250	少数股东损益	-1	-3	-6	-8
其他	60	130	157	187	归属母公司净利润	29	208	345	462
非流动负债	96	72	58	42	EBITDA	149	328	473	593
长期借款	97	72	58	42	EPS (元)	0.06	0.40	0.66	0.89
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	580	777	730	787	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	2	-2	-7	-16	成长能力				
股本	521	521	521	521	营业收入	27.8	51.7	26.0	23.6
资本公积	165	165	165	165	营业利润	-79.8	673.6	64.3	34.2
留存收益	88	296	641	1103	归属于母公司净利润	-79.1	616.5	65.9	34.0
归属母公司股东权益	775	983	1327	1789	获利能力				
负债和股东权益	1357	1758	2050	2561	毛利率	20.9	32.2	36.3	37.5
现金流量表					净利率	3.0%	9.4%	10.0%	11.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	3.7%	21.1	26.0	25.8
经营活动现金流	149	213	374	480	ROIC	6.2%	22.0	32.0	38.6
净利润	28	205	339	454	偿债能力				
折旧摊销	84	79	88	97	资产负债率	42.8	44.2	35.6	30.7
财务费用	36	24	15	-0	净负债比率	67.79	59.94	50.70	44.55
投资损失	-16	-18	-3	-3	流动比率	1.03	1.26	1.75	2.25
营运资金变动	17	-154	-71	-103	速动比率	0.57	0.83	1.22	1.67
其它	0	78	7	35	营运能力				
投资活动现金流	-36	-89	-84	-106	总资产周转率	0.73	0.96	0.99	1.01
资本支出	50	80	100	100	应收账款周转率	9	10	8	9
长期投资	-8	5	-4	1	应付账款周转率	6.93	6.54	6.21	6.40
其他	5	-4	12	-5	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-111	46	-111	-19	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.40	0.66	0.89
短期借款	-56	97	-82	-4	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.41	0.72	0.92
长期借款	-4	-25	-14	-16	每股净资产(最新摊薄)	1.49	1.89	2.55	3.43
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	194.2	27.11	16.34	12.19
其他	-52	-27	-15	0	P/B	7.27	5.73	4.24	3.15
现金净增加额	1	169	179	355	EV/EBITDA	39	18	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

5/6

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 药学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434