

生物制品 II

星湖科技 (600866. SH) / 13.43 元
苦尽甘来、业绩有望持续向好
2009 年业绩预增点评
事 项

星湖科技 2009 年由于销售结构调整、销售收入大幅增长和产品毛利率提高，业绩预增 650% 以上。

主要观点

1、受益核苷酸价格和苏氨酸价格大幅上涨、2009 年业绩超出预期。2009 年星湖科技受益主要产品呈味核苷酸和苏氨酸价格大幅度上涨，2009 年主营业务收入和净利润大幅度增长。净利润增长超过 650% 以上，按照 2008 年 2900 万净利润计算，2009 年公司可实现净利润将超过 2.175 亿元以上，EPS0.42 元以上，表明 2009 年四季度一个季度实现 EPS0.25 元以上，大幅度超出预期。

2、2010 年呈味核苷酸价格可望高位运行。至 2009 年 12 月呈味核苷酸价格上涨至 19 万元/吨，且有继续上涨趋势。而据了解我国出口呈味核苷酸价格已从 2009 年 11 月的 22 美元/公斤上涨至目前的 24 美元/公斤。而且，随着此次反倾销初步裁定出台，呈味核苷酸价格有可能超过 20 万元/吨，且可能在未来一段时间里维持在 20 万元/吨左右。

3、需求增长和产业结构相对稳定是呈味核苷酸价格上涨的根本动力。10 多年来呈味核苷酸一直由味之素、希杰、韩国大象、日本武田及星湖科技 5 家企业生产，而自我国 2005 年对来自于日本和韩国的核苷酸类食品添加剂征收高额反倾销税后，日本和韩国的产能全部转移至印尼、泰国和中国，由原来的 5 家变成 4 家（韩国大象和日本武田在印尼合资建成麒麟味元食品公司生产呈味核苷酸），产业结构保持稳定，产能也没有明显扩张。

从商务部近期反倾销调查数据来看，我国呈味核苷酸表观需求自 2007 年起呈现快速增长，而我们从代理商了解的信息来看，我国 2009 年呈味核苷酸需求增长也超过 20%。而国内产能扩张率只有个位数。因此我们认为需求增长和产业结构相对稳定是呈味核苷酸价格上涨的根本动力，且需求增长主要由于人们的口味变化带来的（比如用鸡精替代味精等），这种增长不会在短期内消退。从公开的信息来看，我们认为 1~2 年内呈味核苷酸需求的增长将超过产能扩张的速度，因此呈味核苷酸价格有望维持高位运行。

研究员：高利

联系人：廖万国

Tel: 0755-82027735

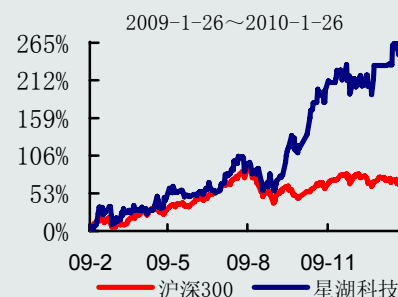
Email: liaowanguo@hczq.com

投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	52110
流通 A 股/B 股(万股)	41986/0
资产负债率(%)	42.78
每股净资产(元)	1.49
市盈率(倍)	241.32
市净率(倍)	9.01
12 个月内最高/最低价	3.87/14.5

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《星湖科技-反倾销初步裁定出台、呈味核苷酸价格有望高位运行》	2010-01-04
《星湖科技-受益广发证券重组，2011 年业绩大幅增厚》	2009-12-29
《借力求变、中长期向好》	2009-11-16

4、苏氨酸价格和利巴韦林价格上涨锦上添花。苏氨酸价格由于饲料配方改进增加了对苏氨酸的需求，其价格也由 09 年上半年平均 13.4 元/公斤上升至目前 19-21 元/公斤。我们认为由于苏氨酸价格上涨是由于需求结构改变导致的，这种价格上涨在其他产能没有跟上来，的情况下还会维持相当一段时间，因此，苏氨酸价格在 2010 年有望维持在 20 元/公斤左右或者更高。星湖科技是我国最大的苏氨酸生产厂家，目前产能 3 万吨，且目前处于供不应求状态。这将增强公司 2010 年盈利能力。

星湖科技为我国 3 大利巴韦林生产厂家之一。利巴韦林价格由 09 年 2-3 月份最低时 320 元/公斤缓慢上涨，09 年 3 季度开始加速上涨至 400 元/公斤，目前报价 500 元/公斤。我们认为利巴韦林 2010 年平均价格至少维持在 450 元/公斤以上，按 320 元/公斤成本计算，该产品可以为公司带来近 6000 万的毛利。

5、投资建议：维持强烈推荐。根据近期商务部核苷酸反倾销调查我国核苷酸进口价格在 6.1 万元/吨、做出最低 6.5%的反倾销保证金征收比例推算星湖科技的呈味核苷酸成本应该在 6.2 万元/吨左右。而我们认为星湖科技的主要产品呈味核苷酸、苏氨酸和利巴韦林价格分别会维持在 20 万元/吨左右、20 元/公斤左右和 450 元/公斤以上，因此，调高星湖科技 2010 年业绩至 EPS1.17 元。

2011 年假设呈味核苷酸价格回落（由于产能扩张）至 15 万元/吨左右，苏氨酸价格维持在 16 元/公斤左右，其主营业务 EPS 将在 0.6 元左右（按增发 5000 万股后计算），加上广发证券股权收益 0.44 元以上，其 EPS 将在 1 元以上。

虽然星湖科技目前主要利润来源为食品添加剂、饲料添加剂和原料药，但其食品添加剂和苏氨酸饲料添加剂属于需求结构改变带来的价格上涨，且市场属于高增长期，加上大股东广新集团未来存在资产注入的可能性，因此星湖科技估值水平在 20 倍应该是合理的。按 2010 年 1.17 元的业绩计算其合理股价应该在 23.4 元，距目前 13.43 元的股价具有较大差距，维持对星湖科技强烈推荐评级，12 个月内目标价位 23.4 元。

图表 1 星湖科技 2010 年盈利预测简表

产品	呈味核苷酸	苏氨酸	利巴韦林	合计
销售收入（万元）	110427	51282	19230	180939
销售毛利（万元）	73333	17948	5555	96836
期间费用（万元）	15460	7179	2692	25332
销售净利（万元）	57873	10769	2863	71504
所得税率%				15
所得税（万元）				10726
净利润（万元）				60779
股本（万股）				52110
E P S				1.17

注：1、核苷酸产能按照 7000 吨（假设第四季度增加 1000 吨）计算、其中长单量为 2700 吨价格 16 万元/吨、短单量为 4300 吨价格 20 万元/吨、成本 6.2 万元/吨；2、苏氨酸产能 3 万吨、价格 20 元/公斤、成本 13 元/公斤；3、利巴韦林产能 500 吨、价格 450 元/公斤、成本 320 元/公斤；4、销售收入为除去 17%增值税后收入。

资料来源：华创证券研究所

图表 2 核苷酸类食品添加剂进口情况统计

	进口量（吨）	增长率%	反倾销调查目标国家出口量占中国进口量百分比%
2005 年	1451.79		48.7
2006 年	3229.09	122.42	100
2007 年	5746.08	77.95	100
2008 年 1-9 月	1943.82	-56.91	100

资料来源：商务部核苷酸类食品添加剂反倾销调查数据

图表 3 核苷酸类食品添加剂国内生产销售情况及表观需求增长情况

	国内表观需求增长率%	国内产能增长率%	国内产业销售增长率%
2006 年	12.73	7.41	16.25
2007 年	53.23	6.9	-8.08
2008 年 1-9 月	26.32	3.23	24.49

资料来源：商务部核苷酸类食品添加剂反倾销调查数据

图表 4 全球核苷酸类食品添加剂产能分布情况及我国对进口产品反倾销保证金征收比例

公司	产能（吨）	出口中国征收反倾销保证金比例	2010 年是否有扩产计划
味之素（泰国）	10000	6.50%	未知
印尼希杰集团	8000	16.90%	未知
印尼麒麟味元食品	6000	8.10%	传言部分产能已停产
星湖科技	6000		新建 4000 吨产能
希杰中国	3000		拟新建 3000 吨产能
合计	33000		27000-35000

注：如果印尼麒麟味元食品公司产能全部关闭而星湖及希杰新的产能未形成，则 2010 年核苷酸产能为 27000 吨。如果印尼麒麟味元公司产能恢复而且星湖及希杰新增产能部分达产，我们预计 2010 年全球产能在 35000 吨左右。

资料来源：商务部核苷酸类食品添加剂反倾销初步裁定、华创证券研究所

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801