

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: 12.55 元

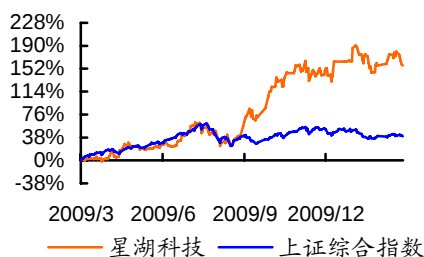
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3013.41
总股本(百万)	521
流通股本(百万)	420
流通市值(亿)	53
EPS (TTM)	0.66
每股净资产(元)	1.96
资产负债率	31.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
星湖科技	0.00	6.99	81.62
上证综合指数	-0.16	-7.20	0.79



相关报告

《星湖科技-业绩超过预期, 维持推荐评级》
2010-3-7
《星湖科技-反倾销结果低于预期不改价格
向好趋势》2010-1-4
《星湖科技-广发证券借壳上市有望带来可
观股权收益》2009-12-28

星湖科技

600866

推荐

新项目稳步推进, 未来良好发展势头可期

我们于 11 日参加了星湖科技 09 年报业绩说明会, 目前公司经营情况正常, 核苷酸增发和铝板带等新项目正按计划稳步推进。

投资要点:

- **公司 09 年业绩超出市场预期, 未来良好发展势头仍可持续。**国民经济稳健增长推动食品添加剂的消费、国家行业政策支持、产品结构的调整以及依托技术优势提升产品产出率是公司 09 年快速发展的主因, 未来这些因素将继续推动公司稳步发展;
- **核苷酸价格有望进一步走强。**目前公司呈味核苷酸出厂价约 160-170 元/Kg, 而反倾销保证金的征收使得进口核苷酸成本提高, 国内虽处淡季但市场需求仍然旺盛, 预计近期价格将有所上调;
- **苏氨酸价格平稳运行。**苏氨酸目前销售状况正常, 市场价格约 16.5 元/Kg, 高于去年同期, 预计未来仍将维持在一个合理可观的水平;
- **利巴韦林价格有所回调, 但同比涨幅仍较为可观。**目前公司利巴韦林出厂不含税价约 300 元/Kg, 较高峰时有所回落, 但与去年同期相比仍有 20% 以上的涨幅;
- **核苷酸增发扩产和高精度铝板带等新项目正按计划稳步推进。**公司拟以 9.6 元/股非公开发行不超过 5000 万股, 用于扩产 4000 吨核苷酸项目, 目前正待 3 月 26 日股东大会审议批准; 10 万吨高精度铝板带项目开始启动, 有望 11 年底前竣工, 12 年逐步贡献收益。房地产业务也将有所斩获;
- **继续维持推荐的投资评级。**暂不考虑广发证券投资收益, 我们按 10 年核苷酸均价为 16 万/吨, 6000 吨销量来估算, 预计今后 3 年公司 EPS 分别为 0.66、0.89 和 0.96 元, 继续维持推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1366	1796	2174	2418
同比(%)	39%	31%	21%	11%
归属母公司净利润(百万元)	225	346	461	501
同比(%)	674%	54%	33%	9%
毛利率(%)	34.8%	39.6%	40.1%	39.4%
ROE(%)	22.5%	25.7%	26.7%	22.5%
每股收益(元)	0.43	0.66	0.89	0.96
P/E	31.70	20.58	15.43	14.22
P/B	7.12	5.29	4.12	3.19
EV/EBITDA	20	15	11	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 星湖科技主营业务收入及成本预测 (单位: 万)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入				
肌苷, 利巴韦林, 脯氨酸及其他	29,700	34,155	39,278	45,170
呈味核苷酸, 味精, 鸡精, 酱油	71,307	104,200	134,660	148,857
其中: 呈味核苷酸价格	13	16	15.5	15
产量(吨)	5,000	6,000	8,000	9,000
总销售收入	65,000	96,000	124,000	135,000
味精, 鸡精, 酱油等	6,307	8,200	10,660	13,857
苏氨酸等	34,565	39,825	40,500	40,500
价格(万/吨)	1.28	1.35	1.35	1.35
产量(吨)	27,000	29,500	30,000	30,000
其它销售	469	703	2,110	6,331
其它业务收入	562	674	809	971
合计	136,604	179,558	217,358	241,830
营业成本				
肌苷, 利巴韦林, 脯氨酸及其他	20,986	23,924	27,512	31,639
呈味核苷酸, 味精, 鸡精, 酱油	39,505	49,407	65,789	74,605
其中: 呈味核苷酸单位成本(吨)	7.5	7.8	7.8	7.8
总成本	37,500	46,800	62,400	70,200
味精, 鸡精, 酱油等	2,005	2,607	3,389	4,405
苏氨酸等	27,598	33,925	34,500	34,500
单位成本(万/吨)	1.10	1.15	1.15	1.15
其它销售	337	540	1,619	4,856
其它业务收入	594	674	809	971
合计	89,020	108,469	130,229	146,571
毛利率				
肌苷, 利巴韦林, 脯氨酸及其他	29.34%	29.96%	29.96%	29.96%
呈味核苷酸, 味精, 鸡精, 酱油	44.60%	52.58%	51.14%	49.88%
其中: 呈味核苷酸毛利率	42.31%	51.25%	49.68%	48.00%
苏氨酸等	20.16%	14.81%	14.81%	14.81%
其它销售	28.10%	23.31%	23.31%	23.31%
其它业务收入	-5.72%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	34.83%	39.59%	40.09%	39.39%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	687	1129	1534	2070	营业收入	1366	1796	2174	2418
现金	313	554	881	1359	营业成本	890	1085	1302	1466
应收账款	92	142	159	176	营业税金及附加	10	13	15	17
其它应收款	13	54	53	56	营业费用	46	61	70	77
预付账款	36	39	44	52	管理费用	173	227	265	295
存货	159	278	312	329	财务费用	12	18	24	16
其他	74	64	85	98	资产减值损失	11	35	14	20
非流动资产	811	1027	1123	1129	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	28	29	29	投资净收益	21	19	20	20
固定资产	666	811	918	954	营业利润	245	376	503	546
无形资产	58	49	48	47	营业外收入	9	7	7	8
其他	55	139	129	99	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	1498	2156	2657	3199	利润总额	250	380	506	550
流动负债	435	651	694	711	所得税	26	38	51	55
短期借款	199	400	400	400	净利润	224	342	456	495
应付账款	101	148	173	192	少数股东损益	-1	-4	-6	-5
其他	135	103	121	119	归属母公司净利润	225	346	461	501
非流动负债	43	143	223	253	EBITDA	347	479	633	687
长期借款	43	143	223	253	EPS (元)	0.43	0.66	0.89	0.96
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	477	794	917	964	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	21	17	11	6	成长能力				
股本	521	521	521	521	营业收入	39.1%	31.4%	21.1%	11.3%
资本公积	165	165	165	165	营业利润	742.3	53.4%	33.8%	8.6%
留存收益	313	659	1042	1542	归属于母公司净利润	674.2	54.0%	33.4%	8.6%
归属母公司股东权益	999	1345	1728	2229	获利能力				
负债和股东权益	1498	2156	2657	3199	毛利率	34.8%	39.6%	40.1%	39.4%
现金流量表					净利率	16.4%	19.3%	21.2%	20.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	22.5%	25.7%	26.7%	22.5%
经营活动现金流	317	336	540	552	ROIC	27.0%	30.5%	37.0%	37.4%
净利润	224	342	456	495	偿债能力				
折旧摊销	90	85	106	124	资产负债率	31.9%	36.8%	34.5%	30.1%
财务费用	12	18	24	16	净负债比率	54.78	68.33%	67.89	67.70%
投资损失	-21	-19	-20	-20	流动比率	1.58	1.73	2.21	2.91
营运资金变动	2	-216	-43	-52	速动比率	1.21	1.30	1.75	2.44
其它	10	126	17	-12	营运能力				
投资活动现金流	3	-358	-190	-88	总资产周转率	0.96	0.98	0.90	0.83
资本支出	63	400	200	100	应收账款周转率	12	11	10	10
长期投资	-0	-4	1	0	应付账款周转率	7.83	8.72	8.10	8.02
其他	65	38	11	13	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-135	263	-22	14	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.66	0.89	0.96
短期借款	-98	201	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.64	1.04	1.06
长期借款	-54	100	80	30	每股净资产(最新摊薄)	1.92	2.58	3.32	4.28
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	31.70	20.58	15.43	14.22
其他	17	-38	-102	-16	P/B	7.12	5.29	4.12	3.19
现金净增加额	184	240	328	478	EV/EBITDA	20	15	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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: 518048 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