

星湖科技 (600866)

买入/ 首次评级

股价: RMB12.76

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001
021-68498639 hongting@lhqz.com

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000210080005
021-68498637 luhay@lhqz.com

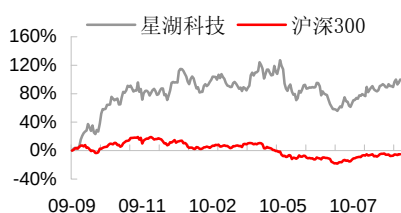
相关研究

基础数据

总股本(百万股)	521
流通A股(百万股)	521
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	6550

- **市场没有真正的认识公司。**1、业务多元化是发酵工业产业链的必然结果，市场对此认识不足；2、市场担心产能扩张后，呈味核苷酸价格又将回到前几年的低价状态，但我们认为长期价格将稳定在 13-15 万元/吨；3、呈味核苷酸存在很强的技术和政策壁垒，公司突出的核心竞争力被市场忽视。
- **业务种类多是发酵工业产业链的特性。**公司现有业务包括生化药、调味品、饲料添加剂，这是发酵工业产业链的普遍特征。纵观国内发酵企业、日韩食品工业巨头，其业务种类也比较多。
- **呈味核苷酸价格今明两年维持高位，长期价格将稳定在 13-15 万元/吨。**主要是以下四点理由：1、国内需求增速保持在 20%左右；2、技术、资金、政策壁垒等，决定了新进入厂商有限，寡头垄断格局维持；3、前些年的高低价位，是国外巨头为消灭星湖科技进行的倾销，未来不会出现这种情况；4、国外市场发展历程，也证明了价格只是在一定范围内波动。
- **核心竞争力突出。**呈味核苷酸存在很强的技术和政策壁垒，经过十几年的发展，公司技术水平国际领先，国内市场占有率 50%。除日本味之素、韩国希杰，新进入者很难有机会。
- **业绩波幅缩小，有望稳定增长。**过去公司业绩波幅较大，完整体现了国内呈味核苷酸市场的演变。目前的寡头垄断格局、需求刚性，决定呈味核苷酸价格长期趋向稳定，同时，公司在发酵工业的技术壁垒，确保未来业绩稳定增长。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计：2010-2012 年每股收益 0.67、0.83、1.01 元，目前股价对应市盈率 18X、15X、12X。作为食品添加剂龙头，中长期增长明确，10-12 年复合增长率 22%，估值优势明显，给予“买入”评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1366.1	749.8	1724.6	2097.9	2455.6
(+/-%)	39.1	33.2	26.2	21.6	17.1
归属母公司净利润(百万元)	224.5	170.3	349.6	433.4	526.1
(+/-%)	674.2	226.5	55.7	24.0	21.4
EPS(元)	0.43	0.33	0.67	0.83	1.01
P/E(倍)	29.2	38.5	18.3	14.8	12.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

一、呈味核苷酸为主、发酵产业链完整	4
1.1 呈味核苷酸为主，产业链上的其他业务稳步发展	4
1.2 业务种类多是发酵产业链的共同特点	5
二、公司业绩与呈味核苷酸价格紧密相关	6
2.1 历史业绩波幅较大	6
2.2 呈味核苷酸价格低位徘徊多年，2008 年底走高	7
三、寡头垄断格局，需求稳定增长	8
3.1 三足鼎立的全球寡头垄断格局	8
3.2 应用领域广泛，需求稳定增长	9
四、呈味核苷酸今明两年维持高位，长期保持 13-15 万/吨	11
4.1 短期价格维持高位	11
4.2 长期看，呈味核苷酸价格将稳定在 13-15 万元/吨，基于以下判断	11
五、公司核心竞争力——发酵工业多年积累的技术优势	12
5.1 行业驱动力是技术主导的成本控制	12
5.2 公司技术领先、产品品质稳定	13
六、广新集团入主后，支持力度加大	15
七、盈利预测与评级	16
八、风险提示	16
附表	17

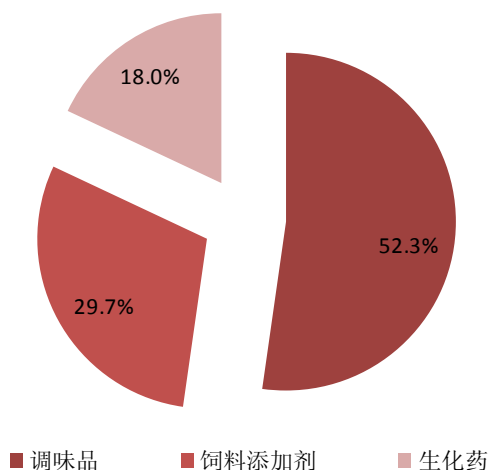
表 1 发酵生产的食品添加剂	5
表 2 国内发酵行业龙头业务分类	5
表 3 味之素、希杰业务概述	6
表 4 商务部对进口呈味核苷酸反倾销调查裁定	8
表 5 呈味核苷酸全球产能分布	9
表 6 谷氨酸钠和 IMP、I+G 混合物标准	10
表 7 星湖科技呈味核苷酸技术发展历程	14
表 8: 对呈味核苷酸销量和出厂价的敏感性分析	16
图 1 公司 2010 年上半年收入分布	4
图 2 公司 2010 年上半年毛利分布	4
图 3 公司历年营业收入及增速	6
图 4 公司历年净利润及增速	7
图 5 公司历年毛利率	7
图 6 国内呈味核苷酸价格走势	8
图 7 方便面单月产量及增速	9
图 8 全国鸡精、鸡粉销量及增速	10
图 9 不同行业的产品吨产能资金投入	11
图 10 呈味核苷酸成本控制过程	13
图 11 苏氨酸价格走势	14
图 12 公司历年苏氨酸毛利率	15
图 13 希杰全球产能、销售网络分布	17
图 14 谷氨酸钠和 IMP、I+G 的相乘带来的鲜味放大效果	17

一、 呈味核苷酸为主、发酵产业链完整

1.1 呈味核苷酸为主，产业链上的其他业务稳步发展

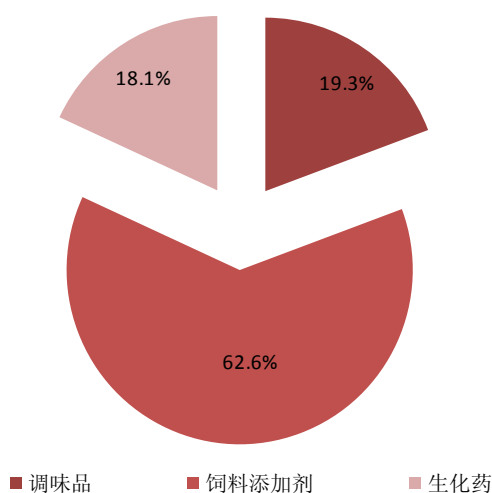
公司现有业务分为三大类：调味品、饲料添加剂、生化药，主要是发酵行业产业链衍生的。2010 年上半年，三大类业务实现营业收入 3.9、2.2、1.3 亿元，收入占比分别为：52%、30%、18%。在建的还有一个生产铝板带的新材料项目，提升业务规模，但利润贡献不大。

图 1 公司 2010 年上半年收入分布



资料来源：公司公告、华泰联合研究所整理

图 2 公司 2010 年上半年毛利分布



资料来源：公司公告、华泰联合研究所整理

调味品中，基本上都是呈味核苷酸。味精、鸡精、酱油净利润贡献很少，为解决同业竞争，公司停止生产酱油、味精。公司收购了珠江桥 11% 的股权，以弥补停产损失。**生化药中，利巴韦林为主，肌苷、鸟苷占比很小，多为自用。**利巴韦林是很细分的产品，需求量比较稳定，公司暂时没有扩产计划。

饲料添加剂中，苏氨酸行业集中度分散，毛利率低于调味品和生化药。公司苏氨酸产能国内第一，产量占比在 20% 以上。公司主要采取成本控制，跟随行业自然增长。

制药业务，安泽康的“冻干人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）”取得临床试验批件，按照临床试验的程序初步估计，如果试验结果一切顺利的话，可能在两年后贡献业绩。我国狂犬病疫苗市场空间大，目前主要是辽宁成大的二代产品，公司的产品为三代产品，已经在美国销售好几年了。阿德福韦酯原料药及阿德福韦酯片，公司已经取得生产批文，也在加快发展抢夺市场。

1.2 业务种类多是发酵产业链的共同特点

业务种类多是发酵工业的必然结果。发酵工业的普遍特点是，生产过程中的产出物较多，这是发酵类公司业务种类多的根本原因。从玉米淀粉开始，主产物味精、呈味核苷酸等生产中，淀粉糖、氨基酸（饲料添加剂）、复合肥等都是产业链上的产出物。

国内外发酵巨头业务种类也呈现多元化。国内食品添加剂龙头公司，是安琪酵母、梅花集团、阜丰集团、星湖科技等。简单归纳国内食品添加剂龙头，以及国外食品工业巨头的业务，发现食品添加剂公司业务普遍较多。我们认为，食品添加剂公司表面上看，业务种类多，其实是发酵工业产业链的特性决定的。发酵过程中，一方面产出物多，另一方面还有废水、废料的循环经济利用。

我们论述的发酵产物，更多是食品添加剂。食品添加剂，主要包括柠檬酸、乳酸、味精、黄原胶、呈味核苷酸、酵母、红曲色素等。市场上出售的各类食品均加有各种食品添加剂，其中约 70%-80% 的食品添加剂是用发酵法，或发酵产生的酶，加工生产的。

表 1 发酵生产的食品添加剂

食品添加剂	用途
红曲色素	调节色泽
黄原胶	悬浮、稳定、增稠、延长储存期
柠檬酸、乳酸	酸味调节剂
味精	增鲜
核苷酸	增鲜
酵母	发酵

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 2 国内发酵行业龙头业务分类

产品种类	安琪酵母	梅花集团	阜丰集团	星湖科技
食品添加剂	酵母、酵母味素	味精	味精、黄原胶	呈味核苷酸
饲料添加剂	动物营养	苏氨酸	苏氨酸	苏氨酸
微生物肥料		复合肥	复合肥	
淀粉糖		葡萄糖	果糖、葡萄糖	
制药		谷氨酰胺、牛磺酸	神华药业	利巴韦林

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

附注：阜丰集团，成立于 1999 年，起家山东莒南，是全国最大的谷氨酸、黄原胶生产企业。产能集中在宝鸡、呼和浩特，过去 5 年收入复合增长率 50% 以上。2007 年 2

月在香港联交所上市，募集资金 10 亿港元。

梅花集团，前身是河北梅花味精集团有限公司，成立于 2002 年，2007 年引入外资股东鼎晖生物，是全国第二大味精生产企业。产能集中在廊坊和通辽，目前正借壳五洲明珠上市。

表 3 味之素、希杰业务概述

日本味之素	韩国希杰
调味品	食品
加工食品	食品服务
食品加工原料	饲料添加剂
医药用氨基酸	生物工程
饲料用氨基酸	
药品(麦滋林)	
健康食品	

资料来源：味之素网站、希杰网站、华泰联合证券研究所整理

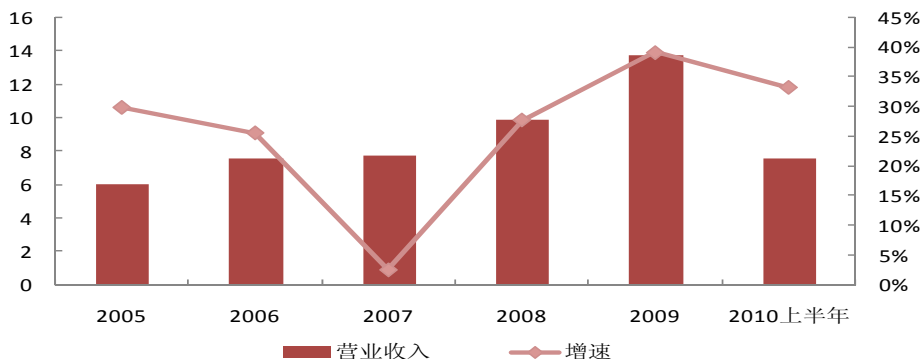
二、 公司业绩与呈味核苷酸价格紧密相关

2.1 历史业绩波幅较大

直到 2008 年，公司业绩增长有限。2009 年前，公司综合毛利率低，大多处于微利状态。2007 年，因计提资产减值准备、确认联营公司投资损失，再加上苏氨酸、呈味核苷酸毛利率大幅下降，导致公司出现巨额亏损。

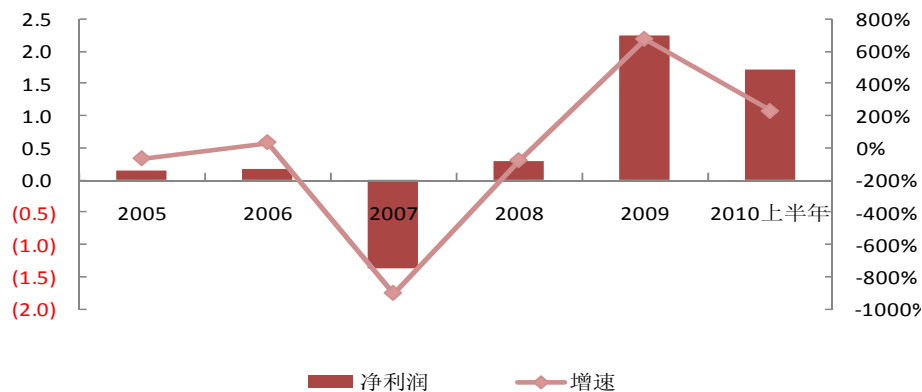
2009 年，公司业绩大幅提升。2009 年，公司综合毛利率同比增加 14 个百分点，费用基本维持，带来公司业绩井喷。呈味核苷酸价格上涨、苏氨酸成本下降，是毛利率大幅增加的直接原因。

图 3 公司历年营业收入及增速 单位：亿元



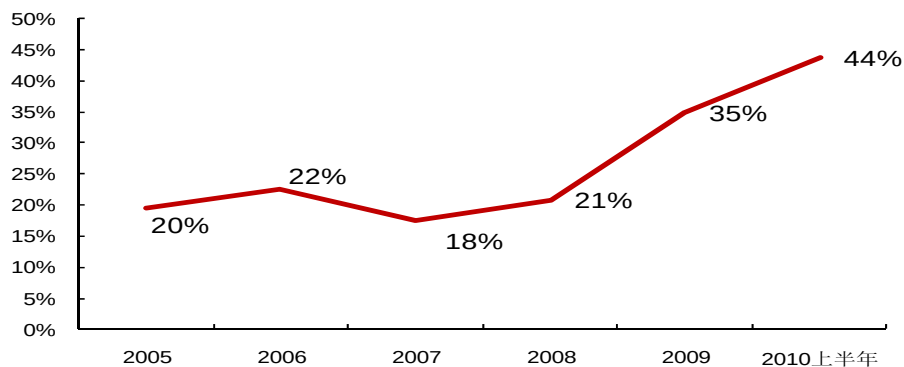
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 4 公司历年净利润及增速 单位：亿元



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 5 公司历年毛利率



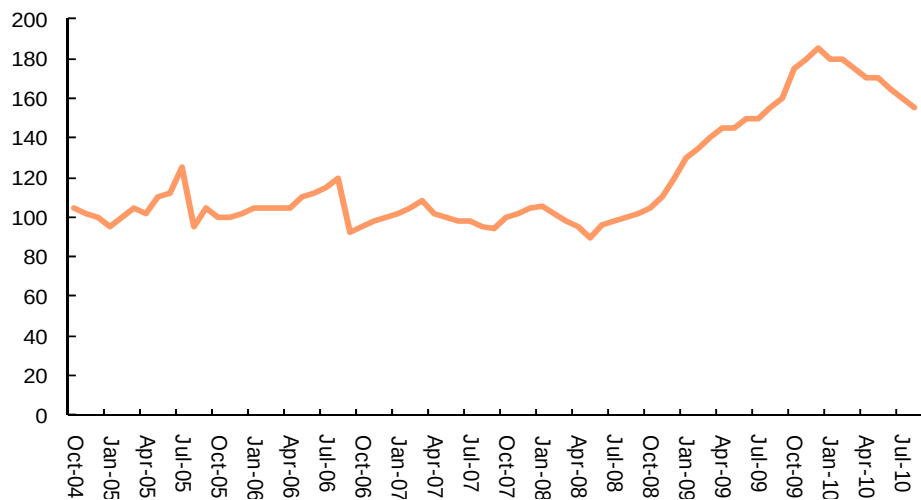
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

2.2 呈味核苷酸价格低位徘徊多年，2008 年底走高

国外巨头倾销，导致呈味核苷酸价格多年处于低位。呈味核苷酸起源于日本，发展于韩国，已有 40 年的历史了。我国是星湖科技成功开发后，于 1999 年底开始生产的。2002 年后，日、韩巨头对中国实行倾销，试图压制星湖科技的生存，以全面控制国内市场。2005-2006 年国家对于日、韩厂商实行反倾销，国外巨头将产能搬迁至泰国、印尼，继续低价策略。

走私渠道查处及新一轮反倾销，带来呈味核苷酸价格大幅上涨。三聚氰胺发生后，食品添加剂安全受到重视，实行食品追溯溯源，呈味核苷酸走私渠道被查处。同时，对进口于泰国、印尼的产品反倾销。2008 年底，呈味核苷酸价格开始上涨，2009 年底最高达接近 20 万元/吨，随后有所回落。9 月份进入旺季，呈味核苷酸价格企稳回升。

图 6 国内呈味核苷酸价格走势 单位：元/公斤



资料来源：食品商务网、华泰联合证券研究所整理

表 4 商务部对进口呈味核苷酸反倾销调查裁定

时间	倾销公司	保证金征收比率
2005 年 8 月	日本所有公司	144%
	大象株式会社	25%
	其他韩国公司	144%
2010 年 1 月	印尼希杰集团	16.9%
	麒麟味元食品	8.1%
	其他印尼公司	29.7%
	味之素泰国	6.5%
	其他泰国公司	29.7%

资料来源：商务部、华泰联合证券研究所整理

三、寡头垄断格局，需求稳定增长

3.1 三足鼎立的全球寡头垄断格局

1999 年至 2007 年：双寡头垄断。经过几十年的发展，国外厂商的产能全部转移到泰国、印尼。目前国外主要生产厂商是日本味之素、韩国希杰，以及麒麟味元（日本武田、韩国大象在印尼的合资厂）。麒麟味元因合资方关系等，生产供货一直不稳定，产量较少，价格较高。因此，国外市场主要是味之素和希杰，两者产能规模相当，呈现双寡头垄断格局。

2008 年至今：三足鼎立。受益于技术突破、广阔的国内市场（国内市场容量约占全球市场的一半），以及国家反倾销，1999 年至今，星湖科技逐渐发展壮大。目前，其国内市场占有率 50% 左右，明年达产后，产能规模介于希杰和味之素之间。从全球市场看，呈现三足鼎立的寡头垄断格局。

新进入者：梅花集团。目前公布扩产计划的是希杰聊城和星湖科技，以及新进入者梅花集团。梅花集团的技术问题还没有解决，后续的设备调试到产品品质稳定，也需要长时间的摸索。我们认为，三年内梅花集团对呈味核苷酸行业影响有限。

表 5 呈味核苷酸全球产能分布 单位：吨

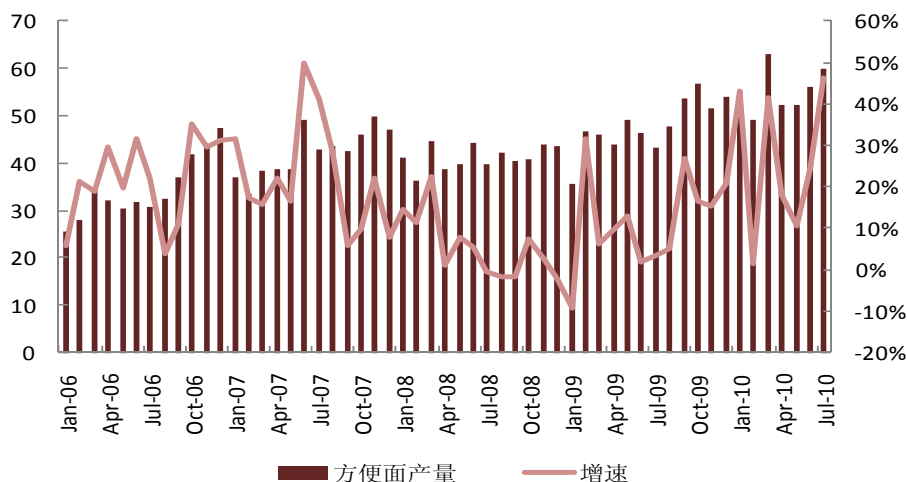
	现有产能	扩产计划	达产时间
星湖科技	6000	4000	2011 年中
韩国希杰	9000	4000	2011 年底
日本味之素	8000		
麒麟味元	6000		供货不稳定、国内的量很少
梅花集团		2000	2011 年底
合计	29000	10000	

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所整理

3.2 应用领域广泛，需求稳定增长

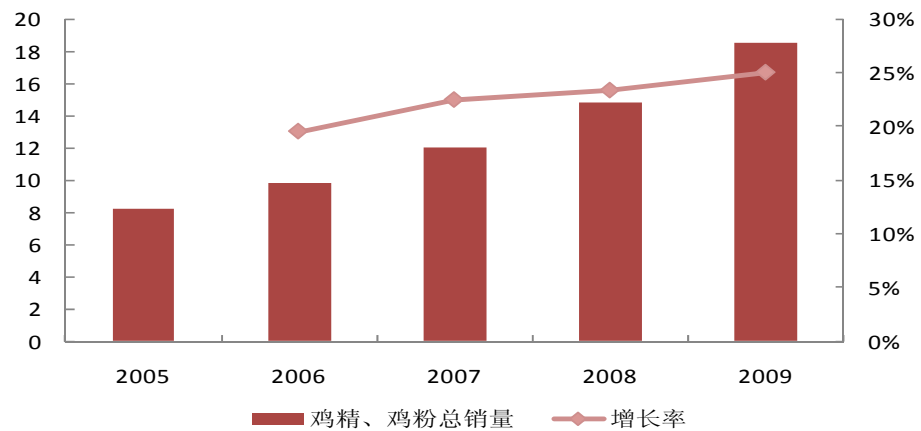
需求稳定增长。呈味核苷酸是食品增鲜剂，主要用于以下领域：家庭及饮食业应用调味品（味精、鸡精）、肉类食品加工、复合鲜味剂用于各式快餐食品方便面汤料中，突出肉类香味和增强鲜味。作为天然食品添加剂，呈味核苷酸一方面符合健康消费趋势，一方面需求刚性特征明显。人口红利、经济发展等是其驱动要素，近几年国内市场增长很快，增速维持在 20% 左右。

图 7 方便面单月产量及增速 单位：万吨



资料来源：wind、华泰联合证券研究所整理

图 8 全国鸡精、鸡粉销量及增速 单位：万吨



资料来源：中国调味品协会、华泰联合证券研究所整理

表 6 谷氨酸钠和 IMP、I+G 混合物标准 (要求 10 千克) 单位：克

加工食品	谷氨酸钠	AJITIDE-IMP	AJITIDE-I+G
脱水汤, 肉汁	600-800	20-26	12-16
罐装汤, 肉汁	12-18	0.36-0.54	0.22-0.33
罐装食品 (家禽、火腿、鱼片)	10-20	1.0-1.5	0.6-1.0
罐装螃蟹	7-10	0.2-0.3	0.1-0.2
罐装油泡鱼	10-30	0.5-1.0	0.3-0.6
罐装芦笋	8-16	0.4-0.5	0.3-0.4
法兰克福香肠	30-50	1.2-2.4	0.8-1.4
冷冻食品 (碎牛肉)	10-15	0.2-0.4	0.1-0.23
番茄酱	20-30	3-6	1.8-3.5
蛋黄酱	46-60	2-3	1.2-1.8
沙司 (辣酱油)	30-60	4-8	2.3-4.7
醋		10-15	7-10
点心、快餐 (土豆条、饼干)	10-50	0.5-1.0	0.3-0.7
酱油	30-60	4-8	3-5
即食面汤料	1000-1700	50-90	30-60

资料来源：味之素中国网站、华泰联合证券研究所整理

四、 呈味核苷酸今明两年维持高位，长期保持 13-15 万/吨

4.1 短期价格维持高位

今明两年价格维持高位。短期内存在供需缺口，价格高位震荡概率较大。2009 年呈味核苷酸需求量已达 1.1 万吨，按照需求量 20%的增速计算，2010 年需求量在 1.3 万吨左右。现有国内产能 9000 吨，供需缺口明显。尽管味之素进口量可以补充一部分缺口，但是反倾销以及走私渠道的查处，使得供给仍然非常紧张。公司的 4000 吨产能技改，希杰聊城 4000 吨项目，以及梅花集团新进入的 2000 吨，都要到 2011 年中期，甚至 2011 年底投产，明年的供给仍然非常紧张。所以，今明两年，呈味核苷酸价格维持高位。

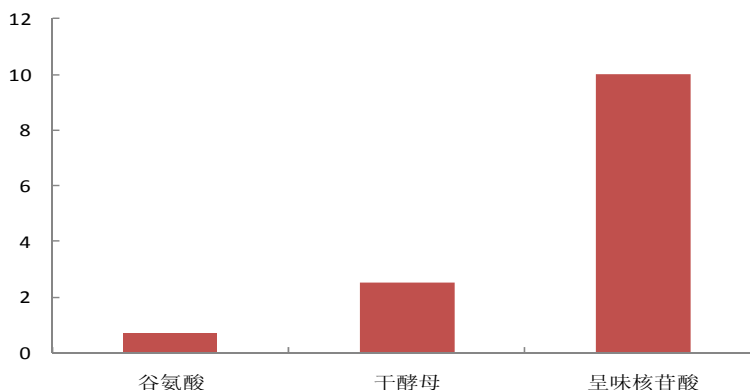
进入旺季，价格逐步回升。年初至今，呈味核苷酸价格走势出现回落态势，主要是受淡季影响。进入 9 月份，呈味核苷酸价格回升，随着需求量的上升，后续价格上涨的动力较大（去年旺季，9 月到 12 月，价格从 15 万元/吨上涨到 19 万元/吨）。商务部反倾销的最终裁定，将于近期出台，对旺季的呈味核苷酸价格也是一个短期的促进。

4.2 长期看，呈味核苷酸价格将稳定在 13-15 万元/吨，基于以下判断

新进入厂商有限。呈味核苷酸行业的资金、技术壁垒高，国家对玉米深加工项目审批严格，再加上现有寡头产能扩张计划基本满足市场容量，决定了新进入的厂商有限。

1、呈味核苷酸资金投入量大，参考希杰聊城的扩产计划，每吨投入资金 1.25 万美元，参考公司技改募集资金计划，每吨投入资金 10 万元以上，属于资金密集型行业。2、呈味核苷酸技术壁垒高，生产工艺中的各项技术指标都要求高度稳定，呈味核苷酸技术的高低反映在产出率和品质的稳定性上，目前全球只有几家企业掌握了成熟的生产技术。3、国家对玉米深加工项目审批严格，新进入者面临较大的政策限制。4、国内呈味核苷酸出现暂时的供需缺口，但寡头厂商技改、扩产完成后，供需基本平衡，新进入者的市场空间很小。

图 9 不同行业的产品吨产能资金投入 单位：万元/吨



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

寡头垄断维持，未来价格更多反映厂商间的默契。目前国内外呈味核苷酸行业都呈现寡头垄断格局，四、五家厂商控制了全球的核苷酸生产，再加上新进入者寥寥无几，未来行业格局仍会保持寡头垄断。寡头垄断的市场格局下，各家企业的实力都不容小觑，致对方死地的价格战已经不适用了，反而会落得两败俱伤。按照理性人假设，各厂商更有可能结成卡特尔价格联盟，或者相互间达成默契，根据行业需求增长扩张产能，以销定产，以此维持合理的价格，攫取利润。

应用领域广泛，需求稳定快速增长。呈味核苷酸传统应用领域是鸡精、酱油、方便面行业等，现在应用于越来越多的领域，比如肉制品加工、复合调味汤料生产等。需求保持刚性的同时，应用范围还在推广。我们认为，市场容量的稳步扩大，是未来呈味核苷酸价格趋稳的关键因素之一。

替代品影响有限。市场上有几种 I+G 的替代品，我们认为，几年内替代品很难成规模。1、呈味核苷酸已有 40 年的历史；2、替代品很少有真正完全取代的，即使是完全取代的，替代品价格在 13 万元/吨左右，优势不明显；3、呈味核苷酸的销售、技术检测环节、客户粘性壁垒等，决定了替代品的推广是一个漫长的过程。

国外市场多年的发展，也体现了价格的稳定。几十年前，呈味核苷酸刚兴起时，因技术等，价格高达 30 万元/吨，大规模生产降低成本后，价格下降到十几万元。目前，国外市场价格长期稳定在 13-15 万元/吨，很少发生恶性竞争，这是多年竞争后达到的平衡。我们认为，国内市场未来价格将回归理性，像国外市场一样，稳定在十几万元。

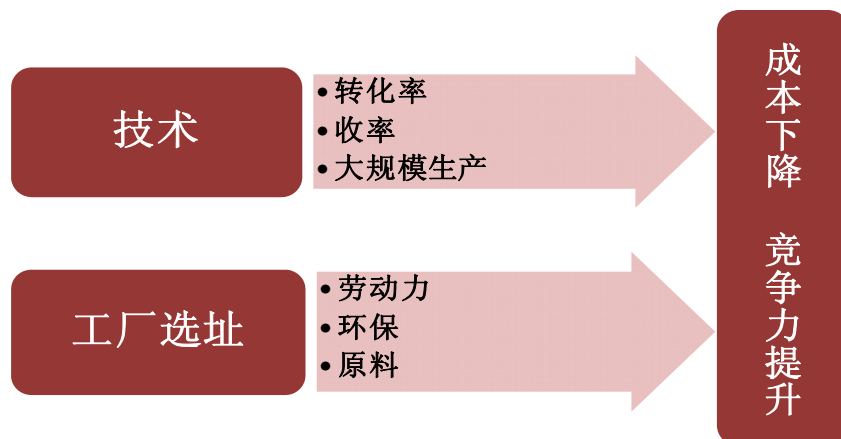
五、 公司核心竞争力——发酵工业多年积累的技术优势

5.1 行业驱动力是技术主导的成本控制

成本控制是发酵行业永远的动力。像呈味核苷酸这种主要面向工业客户的大宗产品，在保持产品品质稳定的前提下，其竞争力取决于成本的竞争。而决定成本的主要因素是技术和工厂选址，技术体现在产出率上，工厂选址体现行业产能转移历程。从地理位置讲，我国成本优势明显，原料、能源、劳动力、环保等，都具有很好的竞争优势。

工业发酵的核心技术问题是：发酵过程优化与放大。发酵技术终极目标是提高产出率，前提是保持产品品质稳定。具体讲，就是操作条件温度、湿度、时间控制等要求严格，再加上原料成分等，多个参数影响投料产出率。产出率稳定后，还要中试和推进大规模生产。

图 10 呈味核苷酸成本控制过程



资料来源：华泰联合证券研究所整理

5.2 公司技术领先、产品品质稳定

国内唯一的呈味核苷酸生产厂家。90 年代，国内没有厂家生产呈味核苷酸，市场被日韩食品工业巨头垄断。1999 年，公司成功开发呈味核苷酸系列产品，是国内首个生产厂家。2004 年，鸟苷收率提高，奠定了公司与国际巨头对垒的基础。多年来，国内呈味核苷酸厂家，只有公司一家。

技术创新不断推进，产品品质稳定。早在 2002 年，公司博士后工作站就正式挂牌成立。公司技术转化能力强，技术开发体系完善，实验室有世界先进水平的试验、检测、中试放大装备和仪器。2009 年底，公司被认定为第十六批“国家级企业技术中心”。技术中心以公司为主体，联合华东理工、华南理工大学等国内重点院校及科研机构，走“产学研”之路。技术开发中心拥有包括高级工程师、工程师和助理工程师在内的 110 名的研发人员。公司国内呈味核苷酸市场占有率 50%左右，技术成熟，产品品质媲美日韩巨头。

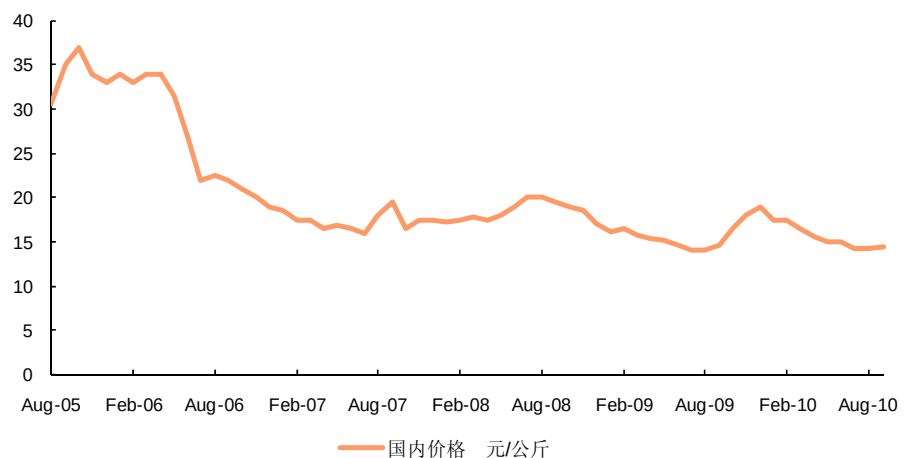
表 7 星湖科技呈味核苷酸技术发展历程

时间	呈味核苷酸技术简介
1999 年前	被日本、韩国垄断，国内没有厂家生产呈味核苷酸
1999 年底	星湖科技成功开发呈味核苷酸系列产品
2001 年	建成全国最大的呈味核苷酸生产基地，产能 1000 吨，被列为国家技术创新项目
2002 年	遭日、韩等国的非正常降价“封杀”，鸟苷市场价从 25 万元/吨降到 7.5 万元/吨
2002 年	博士后工作站正式挂牌成立
2004 年	鸟苷发酵新工艺中试规模达到 34 克/升，超过了国际水平，星湖科技发酵车间试验推广后，鸟苷收率提高 70.05%，生产成本全面下降
2005 年	星湖科技和华东理工大学共同研究申报的“新型食品添加剂呈味核苷酸二钠关键生产工艺技术”科技成果获得了 2004 年度国家科学技术进步二等奖
2009 年底	被发改委等五部委认定为第十六批“国家级企业技术中心”

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所整理

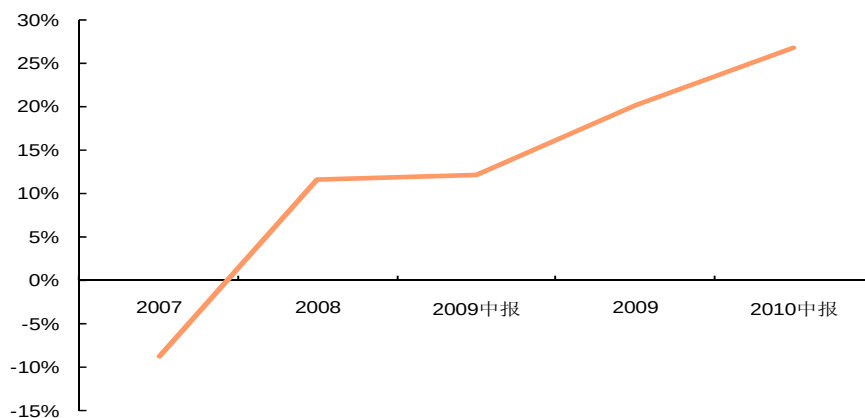
细分发酵工业龙头，技术优势体现在全产业链。公司不仅在呈味核苷酸领域技术优势明显，整个发酵产业链，都不断推进技术创新。以饲料添加剂苏氨酸为例，苏氨酸价格从以前的 3 万元/吨，降低到 1.8 万元/吨，再到 1.3 万元/吨，现在价格在 1.4-1.5 万元/吨。公司苏氨酸生产技术不断提升，成本不断下降，尽管苏氨酸价格下降，公司毛利率仍然较为可观。

图 11 苏氨酸价格走势 单位：元/公斤



资料来源：博亚和讯、华泰联合证券研究所整理

图 12 公司历年苏氨酸毛利率



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

对公司核心竞争力和定位的认识。1、经过十几年的成长，公司形成了完整的发酵工业产业链，产业链上的各项业务增长平稳；2、公司是国内呈味核苷酸龙头企业，呈味核苷酸价格今明两年维持高位，长期将维持在 13-15 万元/吨；3、公司技术创新能力强，从博士后工作站到国家级企业技术中心，再到 2004 年度国家科学技术进步二等奖的获得，“产学研”结合构筑起坚实的技术壁垒；4、公司产业链下游以食品为主，需求刚性明显，保证增长的稳定性。

呈味核苷酸价格的波动只是影响公司业绩的短期因素，多年来公司在细分发酵工业中建立起的技术壁垒和完整产业链，才是公司的核心竞争力。

六、 广新集团入主后，支持力度加大

加快项目进度。2009 年 4 月，肇庆市国资委的控股权转让给广新集团，广新集团持股比例 16.55%。广新集团入住后，公司项目进度明显加快。4000 吨的呈味核苷酸技改项目，以及新材料项目，预计都将于明年年中投产。大股东以其自身资源，从上下游支持公司项目发展。

广新集团是广东国资委的四大集团之一。主营业务以进出口为主，产品涉及的领域包括纺织品、大型机械设备、轻工业品、钢材、食品、医药等，控股星湖科技、广东广告、佛塑股份和生益科技四家 A 股上市公司。2007 年集团在国家统计局公布的全国 500 强大型企业集团排名第 94 位；在广东企业 100 强中排名第 11 位。2008 年营业收入 330.7 亿元，净利润 3.7 亿元，在中国企业 500 强中名列第 113 名。

收购珠江桥部分股权，以解决同业竞争。公司味精、鸡精、酱油生产，与大股东存在同业竞争。公司停止微利的酱油、复合调味料及味精业务，作为补偿，公司以现金收购珠江桥 11% 的股份。广新集团是珠江桥的实际控制人，珠江桥的盈利能力远远高于公司此前的酱油、味精等调味品，集团对公司的支持可见一斑。

七、 盈利预测与评级

细分发酵工业龙头地位，保证未来业绩稳定增长。呈味核苷酸价格波动只是影响公司业绩的表面因素。多年来公司在食品添加剂领域建立的技术壁垒、呈味核苷酸行业的三足鼎立格局和需求的刚性特征，确保公司业绩波幅收窄，未来保持稳定增长。

盈利预测假设。我们对呈味核苷酸、苏氨酸、生化药进行分项测算。

- 1) 我们假设 2010-2012 年呈味核苷酸出厂价分别为 15.3、15.2、14.3 万元，销量增速略高于行业平均，分别为 25%、25%、24%。
- 2) 对于苏氨酸，我们假设 2010-2012 年收入增速为 36%、28%、25%，逐渐趋向行业平均，毛利率维持在 20%左右。
- 3) 生化药方面，更多是自然增长，我们假设 2010-2012 年收入增速约 5%，毛利率稳定在 30%左右。

对呈味核苷酸销量和出厂价的敏感性分析。公司收入、毛利 60%以上源于呈味核苷酸，我们以 2010 年呈味核苷酸销量和出厂价为变量，对每股收益做敏感性分析。当 2010 年全年销量 6200 吨，出厂均价 15.3 万元时，对应每股收益 0.67 元。

表 8： 对呈味核苷酸销量和出厂价的敏感性分析			单位：万元/吨 吨			
			销量			
价格		5800	6000	6200	6400	6600
	14.0	0.53	0.55	0.56	0.58	0.59
	14.5	0.57	0.59	0.60	0.62	0.64
	15.3	0.64	0.65	0.67	0.69	0.71
	16.0	0.69	0.71	0.73	0.75	0.77
	16.5	0.73	0.75	0.77	0.79	0.81

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

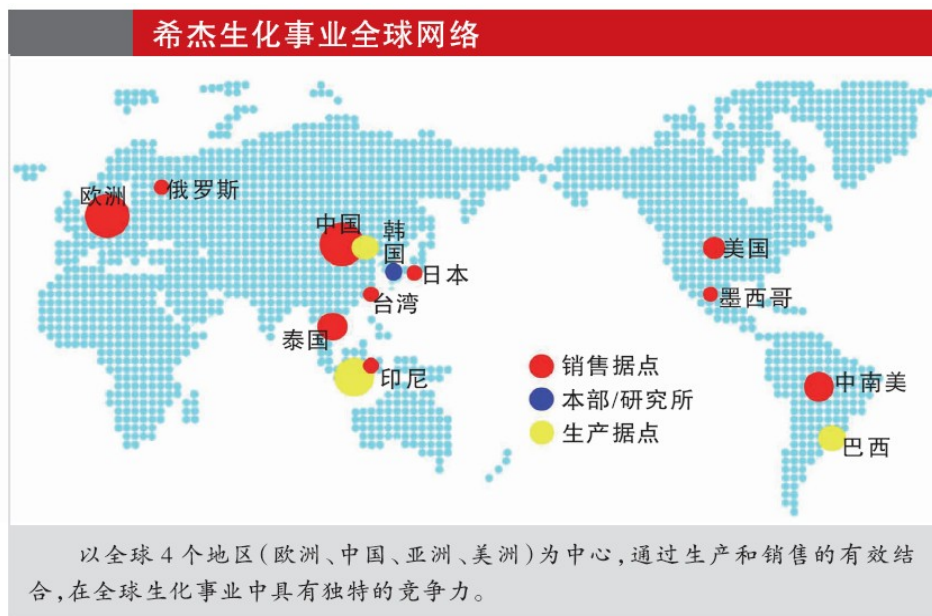
我们预计：2010-2012 年每股收益 0.67、0.83、1.01 元，目前股价对应市盈率 18X、15X、12X。作为食品添加剂龙头，公司中长期增长明确，10-12 年复合增长率 22%，估值优势明显，给予“买入”评级。

八、 风险提示

- 1) 技改产能投放时间低于预期的风险；
- 2) 公司及竞争对手产能投放后，呈味核苷酸价格下行的风险；
- 3) 环保标准提高、农产品涨价，带来成本增加的风险。

附表

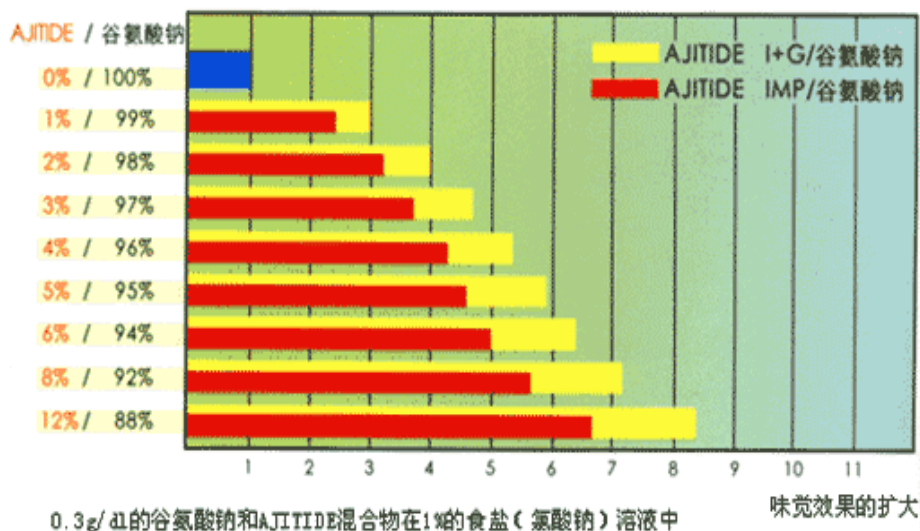
图 13 希杰全球产能、销售网络分布



资料来源: 中国畜牧杂志、希杰网站、华泰联合证券研究所整理

图 14 谷氨酸钠和 IMP、I+G 的相乘带来的鲜味放大效果

[表2] 谷氨酸钠和AJITIDE (IMP, I+G) 的相乘效果



资料来源: 味之素中国网站、华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	687	1058	1387	1963	营业收入	1366	1725	2098	2456
现金	313	495	689	1122	营业成本	890	998	1245	1510
应收账款	92	97	118	138	营业税金及附加	10	12	15	17
其他应收款	13	16	20	23	营业费用	46	66	69	54
预付账款	36	45	56	68	管理费用	173	198	220	221
存货	159	399	498	604	财务费用	12	29	45	51
其他流动资产	74	5	6	7	资产减值损失	11	5	5	5
非流动资产	811	1374	1674	1834	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	0	0	0	投资净收益	21	0	0	0
固定资产	666	1071	1318	1422	营业利润	245	417	499	598
无形资产	58	66	74	82	营业外收入	9	4	5	6
其他非流动资产	55	237	282	330	营业外支出	4	2	3	3
资产总计	1498	2432	3061	3796	利润总额	250	419	501	601
流动负债	435	1019	1108	1208	所得税	26	63	60	66
短期借款	199	500	500	500	净利润	224	356	441	535
应付账款	101	150	187	226	少数股东损益	-1	6	8	9
其他流动负债	135	369	421	481	归属母公司净利润	225	350	433	526
非流动负债	43	165	265	365	EBITDA	347	553	704	849
长期借款	43	143	243	343	EPS (元)	0.43	0.67	0.83	1.01
其他非流动负债	0	22	22	22					
负债合计	477	1184	1372	1572	主要财务比率				
少数股东权益	21	27	35	44	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	521	521	521	521	成长能力				
资本公积	165	115	115	115	营业收入	39.1%	26.2%	21.6%	17.1%
留存收益	313	584	1018	1544	营业利润	742.3%	70.0%	19.7%	19.8%
归属母公司股东权益	999	1221	1654	2180	归属于母公司净利润	674.2%	55.7%	24.0%	21.4%
负债和股东权益	1498	2432	3061	3796	获利能力				
					毛利率 (%)	34.8%	42.1%	40.7%	38.5%
					净利率 (%)	16.4%	20.3%	20.7%	21.4%
					ROE (%)	22.5%	28.6%	26.2%	24.1%
					ROIC (%)	24.7%	26.3%	26.7%	29.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.9%	48.7%	44.8%	41.4%
					净负债比率 (%)	54.78%	55.98%	55.56%	54.86%
					流动比率	1.58	1.04	1.25	1.63
					速动比率	1.21	0.65	0.80	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	0.88	0.76	0.72
					应收账款周转率	12	15	18	18
					应付账款周转率	7.83	7.97	7.40	7.31
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.67	0.83	1.01
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	1.07	1.15	1.43
					每股净资产 (最新摊薄)	1.92	2.34	3.17	4.18
					估值比率				
					P/E	28.48	18.29	14.75	12.15
					P/B	6.40	5.24	3.86	2.93
					EV/EBITDA	18	11	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhq.com