



23 November 2010 | 3 pages

星河生物(300143)

工厂化模式，可复制、高成长的食用菌龙头企业

— 星河生物新股定价报告

✍ 金嫣

执业证书编号: S1230209050109

☎ 86-21-64718888

✉ zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司是国内最大的食用菌生产企业
- 合理估值区间: 29.4元-34.3元

投资要点:

■ 公司是国内最大的食用菌生产企业

公司生产的食用菌品种主要包括金针菇、真姬菇和白玉菇。截止 2010 年 10 月底, 公司食用菌日产量为 50 吨, 是国内最大的食用菌生产企业。

■ 工厂化生产模式利于企业规模快速扩张

工厂化生产模式的优势在于: 1) 生产过程采用机械化作业, 生产效率比传统模式高出 40 倍; 2) 质量可控, 生物转化率较传统模式高约 15%; 3) 温、光、水、气等条件人工控制, 不受气候影响, 可实现周年化生产, 产出供给稳定; 上述特点决定了只要企业拥有足够的厂房、设备和资金条件, 就可以进行快速复制, 实现规模快速扩张。

■ 公司规模扩张仍有巨大空间

1) 2000-2008 年国内食用菌产量年均复合增长率为 13.48%, 即便如此, 国内食用菌每日人均消费量仅为 40g, 远远低于营养专家提出的 150g 标准。2) 目前国内食用菌总产量 2020 万吨, 工厂化生产占比仅有 2%, 因此工厂化生产模式相对与传统的生产模式具有很大替代空间。

■ 2012 年公司日产能达到 97 吨, 较目前产能增长 94%

目前公司共拥有塘厦、韶关、清溪龙山头和清溪九乡四个生产基地, 日产能 50 吨。此次募投项目包括韶关和塘厦两个生产线扩建项目, 包括金针菇 9 吨、真姬菇 12 吨和白玉菇 5 吨, 共 26 吨产能, 预计 2012 年全部投产; 此外, 目前公司通过自有资金正在扩建的项目产能达 21 吨 (金针菇 10 吨、真姬菇 6 吨和白玉菇 5 吨), 2012 年底上述项目全部完工后公司产能将达 97 吨。公司所处行业为典型的“重资产、生产型”行业, 本次 IPO 超募资金有利于公司在广东省外的战略布局。

■ 合理估值区间: 29.4 元-34.3 元

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.72 元、0.98 元和 1.54 元, 09-12 年年均复合增长率 72%, 给予 11 年 PE30-35 倍, 合理估值为 29.4 元-34.3 元。

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	96	165	230	344
同比 (%)	30%	72%	39%	50%
归属母公司净利润	20	48	66	103
同比 (%)	78%	137%	36%	57%
毛利率 (%)	40.6%	45.8%	46.9%	48.8%
每股收益 (元)	0.41	0.72	0.98	1.54

评级:

发行价格:

关键数据:

预计发行价 (元)	29.4 -34.3
询价区间 (元)	35-37

股本数据:

A 股发行股数 (万股)	5000
发行后总股本 (万股)	6700

报告撰写人: 金嫣

数据支持人: 张俊宇





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	44	486	318	198
现金	23	469	274	178
应收账款	8	5	25	15
其它应收款	1	1	3	2
预付账款	0	2	-13	-22
存货	13	9	27	25
其他	0	0	0	0
非流动资产	180	251	529	729
长期投资	0	0	0	0
固定资产	148	177	400	587
无形资产	9	10	11	12
其他	23	64	118	130
资产总计	225	737	847	927
流动负债	66	60	105	74
短期借款	45	38	39	41
应付账款	19	-5	37	7
其他	2	28	29	27
非流动负债	42	27	34	46
长期借款	20	27	34	46
其他	21	0	0	0
负债合计	108	88	139	120
少数股东权益	0	0	0	0
股本	50	67	67	67
资本公积金	38	505	505	505
留存收益	29	77	135	235
归属母公司股东权益	117	650	708	807
负债和股东权益	225	737	847	927

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	26	47	110	143
净利润	20	48	66	103
折旧摊销	15	16	27	46
财务费用	4	2	1	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-12	-20	15	-9
其它	-2	0	0	0
投资活动现金流	-51	-84	-305	-244
资本支出	51	80	300	240
长期投资	0	0	-0	0
其他	0	-4	-5	-4
筹资活动现金流	41	484	0	5
短期借款	10	-7	2	1
长期借款	20	7	7	11
普通股增加	5	17	0	0
资本公积增加	10	468	0	0
其他	-4	0	-8	-8
现金净增加额	19	447	-195	-96

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	96	165	230	344
营业成本	57	89	122	176
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	6	11	15	22
管理费用	12	18	27	40
财务费用	4	2	1	3
资产减值损失	-0	-0	0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	-0	-0
营业利润	18	45	65	103
营业外收入	3	5	3	3
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	20	49	67	106
所得税	0	1	2	3
净利润	20	48	66	103
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	20	48	66	103
EBITDA	37	63	94	152
EPS（元）	0.41	0.72	0.98	1.54

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	29.6%	72.3%	39.5%	49.6%
营业利润	101.4%	155.5%	44.4%	59.3%
归属母公司净利润	77.5%	136.9%	36.3%	57.1%
获利能力				
毛利率	40.6%	45.8%	46.9%	48.8%
净利率	21.2%	29.2%	28.6%	30.0%
ROE	17.4%	7.4%	9.3%	12.8%
ROIC	11.9%	17.1%	12.2%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	48.0%	11.9%	16.4%	12.9%
净负债比率	60.67%	74.61%	53.47%	72.46%
流动比率	0.67	8.05	3.03	2.67
速动比率	0.48	7.89	2.77	2.33
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.34	0.29	0.39
应收帐款周转率	9	27	15	17
应付帐款周转率	3.69	12.98	7.64	8.10
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.72	0.98	1.54
每股经营现金	0.51	0.70	1.63	2.14
每股净资产	2.34	9.70	10.56	12.05
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1.17	0.68	0.46	0.28

资料来源：浙商证券研究所





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

