



农林牧渔

Farming & forestry & animal
husbandry & fishery

2010 年 11 月 26 日

发行数据

发行价格(元)	36
发行规模(百万股)	17
发行后总股本(百万股)	67
发行方式	网下询价+网上申购
发行日期	-
主承销商	民生证券
行业	农林牧渔

魏芳 郭伟明(协助)
+86 755 21517994
guowm@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

星河生物(300143)新股定价报告

—食用菌行业龙头 产能扩张发挥其优势

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	74	96	156	232	397
增长率(%)	22.15	29.61	62.95	48.41	71.24
归属母公司股东的净利润(百万元)	11	20	42	70	132
增长率(%)	15.33	77.52	105.05	68.87	86.74
每股收益-摊薄(元)	0.17	0.30	0.62	1.05	1.96

- 公司是全国食用菌工厂化生产领域的龙头企业，主要产品包括金针菇、真姬菇和白玉菇。经中国食用菌协会统计，截至 09 年底，公司日产鲜品食用菌 36 吨，在全国食用菌工厂化生产企业中排名第一。
- 食用菌市场需求旺盛，市场容量不断增加。随着人们生活水平不断提高，消费者对食品质量和健康要求越来越高，而食用菌完全能迎合这个需求。00-08 年我国食用菌产量的年复合增长率为 13.49%，产值的年复合增长率为 18.19%。预计到 15 年我国食用菌总体市场容量将超过 2800 万吨。
- 食用菌行业集约化尚处于初级阶段。目前我国食用菌行业处于“传统农户”、“公司+农户”和“工厂化生产”三种模式并存的状态。由于工厂化生产模式属于近十年来兴起的一种新型模式，尚处于初级发展阶段，同时由于其具备其他两种模式不可比拟的优势，其发展空间也远大于其他两种模式。
- 产能扩张使得公司竞争优势体现。虽然近年公司产量不断增加，但仍无法满足订货要求。因此公司竞争优势未能得到进一步发挥，而募投项目的生产将会改善这一状况。预计 12 年，公司金针菇、真姬菇和白玉菇的产能达到 14583 吨、8835 吨和 1800 吨，较 09 年分别增长 121%、503%和 1009%。
- 募集资金投向。本次公司拟向社会公众公开发行普通股 1700 万股，主要用于公司主要产品产能扩张，募集项目有韶关食用菌生产线整体技术改造项目、塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目以及工程技术研究开发中心技术改造项目。
- 估值与投资建议：我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 0.62 元、1.05 元和 1.96 元。参考华英农业、雏鹰农牧和圣农发展等同类上市公司，我们给予 11 年 32-37 倍 PE，上市后合理的价格区间为 33.60-38.85 元。
- 风险提示：1、杂菌感染和病虫害；2、原料质量风险。

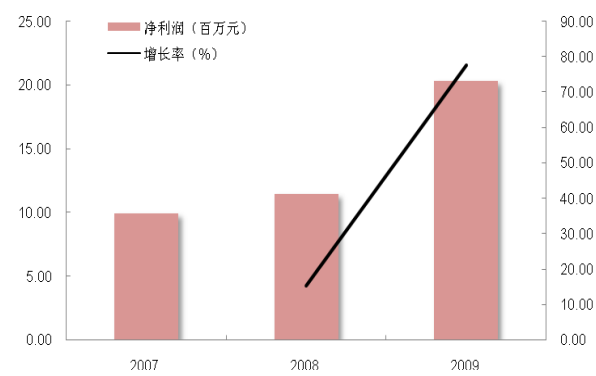
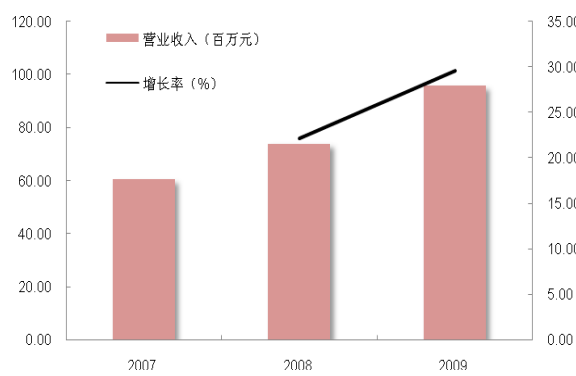
1、公司是食用菌行业的龙头企业

公司是全国食用菌工厂化生产领域的龙头企业，主要产品包括金针菇、真姬菇和白玉菇。经中国食用菌协会统计，截至 09 年底，公司日产鲜品食用菌 36 吨，在全国食用菌工厂化生产企业中排名第一。

07-09 年，公司销售收入分别为 6049 万元、7389 万元、9577 万元，年均增长 26%；公司净利润分别为 994 万元、1146 万元、2035 万元，年均增长 43%。

图表 1 公司近三年营收年均增长率 26%

图表 2 公司近三年净利润年均增长率 43%

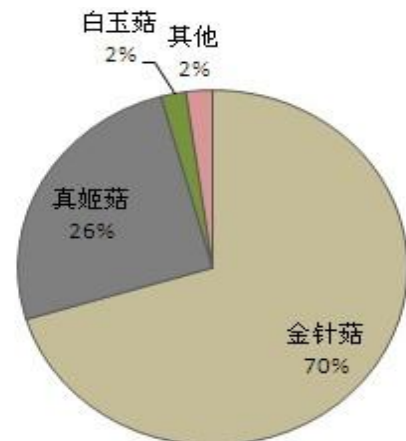
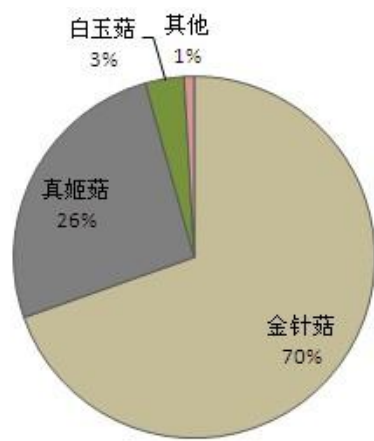


资料来源：公司招股说明书

金针菇目前是公司主要收入利润来源。09 年金针菇分别占公司总营收和利润的 70%，不过随着募投项目的投产，真姬菇和白玉菇的营收占比将逐年提升。

图表 3 09 年公司金针菇收入占比 70%

图表 4 09 年金针菇占毛利 70%



资料来源：公司招股说明书

图表 5 公司在食用菌行业排名第一

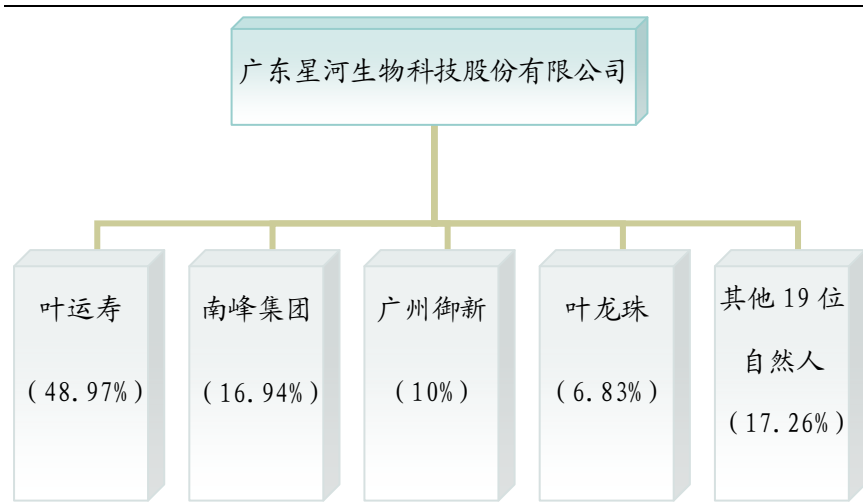
排名	公司名称	日产量 (吨)	主要经营品种
1	广东星河生物科技股份有限公司	36	金针菇、真姬菇、白玉菇
2	辽宁田园实业有限公司	32	双孢菇、褐蘑菇

3	广东珠海市绿阳菌业有限公司	27	金针菇
4	上海福茂食用菌有限公司	24	金针菇
5	上海孙桥闽申菇业有限公司	20	杏鲍菇、白灵菇、香菇
6	江苏苏州华泰昌农业科技有限公司	20	金针菇
7	河南洛阳福达美农业科技有限公司	20	杏鲍菇
8	江西安远天华现代农业有限公司	15	杏鲍菇
9	广东深圳达利时实业有限公司	15	金针菇
10	山东省友和菌业有限公司	15	金针菇

资料来源：招股说明书

公司 IPO 之前总股本为 5000 万股，叶运寿持有发行前公司 2448 万股股权，为公司实际控制人。本次发行 1700 万股后，叶运寿实际控制公司将近 37% 的股份，仍为公司实际控制人。

图表 6 公司 IPO 前股权结构图



资料来源：公司招股说明书

图表 7 IPO 前后股本结构变化

	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
一、有限售条件流通股	5,000	100.00	5,000	74.63
叶运寿	2,448	48.97	2,448	36.54
南峰集团	847	16.94	847	12.64
广州御新	500	10.00	500	7.46
叶龙珠	341	6.83	341	5.09
冯建荣	212	4.23	212	3.16
其他 18 名自然人	651	13.03	651	9.72
二、本次发行流通股			1,700	25.37
合计	5,000	100.00	6,700	100.00

资料来源：公司招股说明书

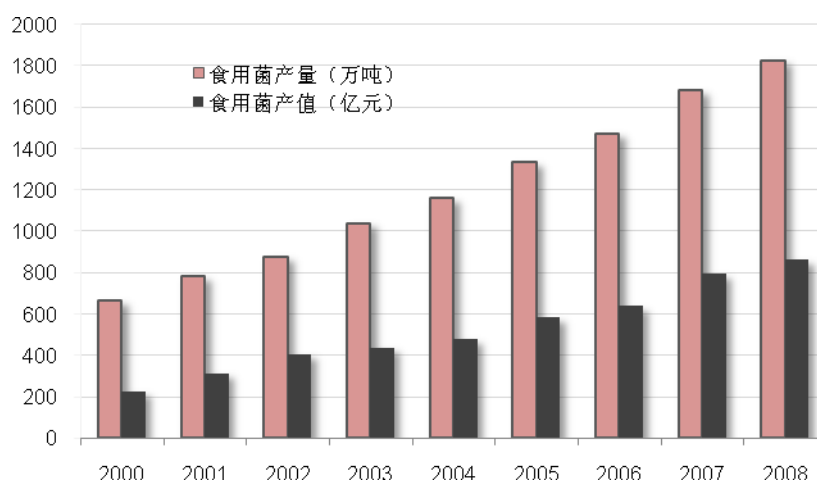
2、行业空间巨大 公司产能扩张体现其优势

2.1 食用菌市场需求旺盛，市场容量不断增加

我国是世界食用菌产业大国，香菇、平菇、金针菇和黑木耳等产量均居世界第一位。2000 年我国食用菌产量 664 万吨，产值 227 亿元，2008 年分别达到 1827 万吨和 865 亿元。目前我国每年人均食用菌消费量约为 14 公斤，随着人们生活水平不断提高，消费者的消费意识和消费习惯发生了明显变化，尤其是对食品质量要求越来越高，而食用菌完全能迎合对健康食品的需求。

2000-2008 年我国食用菌产量的年复合增长率为 13.49%，产值的年复合增长率为 18.19%。若以后每年增长 8%，到 2015 年我国食用菌总体市场容量将超过 2800 万吨。

图表 8 食用菌产值、产量复合增长率 13.5%、18.2%

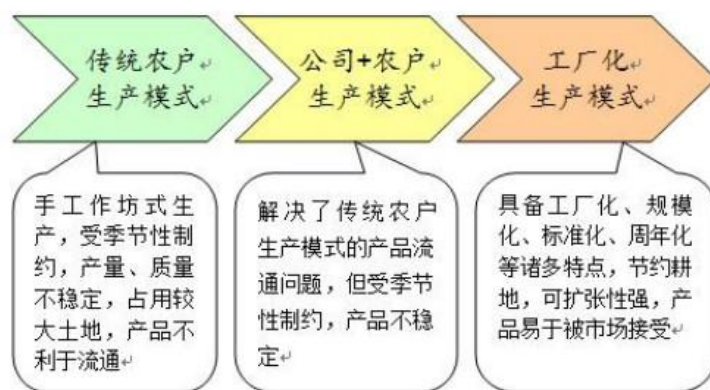


资料来源：金元证券研究所 招股说明书

2.2 食用菌行业集约化尚处于初级阶段

目前我国食用菌行业处于“传统农户”、“公司+农户”和“工厂化生产”三种模式并存的状态。根据中国食用菌协会统计，截止 2008 年末，工厂化生产模式所占的市场份额 2.2%。由于工厂化生产模式属于近十年来兴起的一种新型模式，其市场份额相对较小，处于初级发展阶段，同时由于其具备其他两种模式不可比拟的优势，其发展空间也远大于其他两种模式。

图表 9 工厂化生产模式具备不可比拟的优势

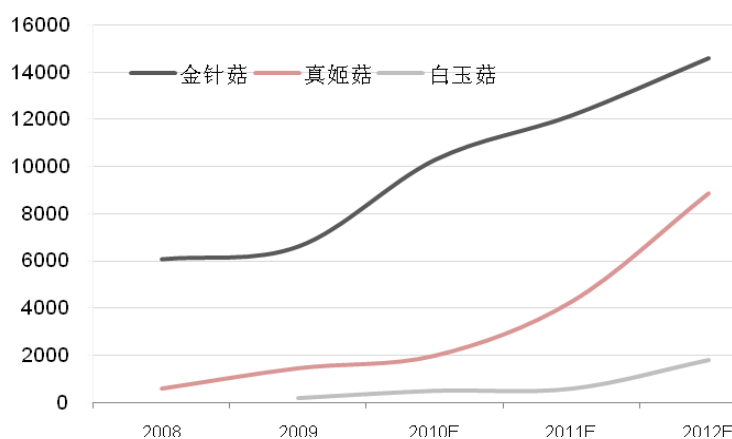


资料来源：公司招股说明书

2.3 产能扩张使得公司竞争优势体现

虽然公司产量不断增加，但仍无法满足订货要求，只能在经销商之间按比例进行分配。09 年公司主要产品金针菇、真姬菇和白玉菇实际供货量仅占经销商订货量的 50.4%，29.2%和 10.6%。公司竞争优势未能得到进一步发挥，影响了公司市场占有率的提升。预计到 12 年，公司金针菇、真姬菇和白玉菇的产能达到 14583 吨、8835 吨和 1800 吨，较 09 年分别增长 121%、503%和 1009%。

图表 10 公司未来产能高速增长



资料来源：金元证券研究所 公司招股说明书

3、募集资金投向

本次公司拟向社会公众公开发行普通股 1700 万股，占发行后总股本的 25.4%，主要用于公司主要产品产能扩张，以满足市场需求。募投项目有：韶关食用菌生产线整体技术改造项目、塘厦食用菌工厂化生产线扩建项目以及工程技术研究开发中心技术改造项目。

图表 11 募投项目分析

项目名称	总投资 (万元)	建设资金 (万元)	铺底流动资金 (万元)	产能/目标
韶关食用菌 生产线整体 技术改造	8000	6500	1500	本项目达产后将每日新增鲜品食用菌 22 吨,年产量 6600 吨(金针菇 2700 吨、真姬菇 2400 吨、白玉菇 1500 吨)。
塘厦食用菌 工厂化生产 线扩建	3169	2569	600	达产后将每日新增鲜品真姬菇 4 吨,年新增产量 1,200 吨
工程技术研 究开发中心 技术改造项 目	2000			

资料来源: 招股说明书

韶关食用菌生产线整体技术改造项目: 本项目达产后将每日新增鲜品食用菌 22 吨,年产量 6600 吨。其中金针菇日产量为 9 吨,年产量为 2700 吨;真姬菇日产量为 8 吨,年产量为 2400 吨;白玉菇日产量 5 吨,年产量为 1500 吨。达产后正常年份营业收入为 8850 万元/年。

塘厦食用菌工厂化生产线扩建: 本项目建设期 1 年,第 2 年达产 50%,第 3 年达产 100%。项目达产后,公司年新增真姬菇 1,200 吨。该项目达产后正常年份营业收入为 1800 万元/年。

4、估值和投资建议

关键假设: 假设公司 10-11 年金针菇、真姬菇和白玉菇的产能分别为 10819/12800/15350 吨,1995/4275/8835 吨,50/600/2400 吨;销售率全部为 100%,产能利用率 75%-95%,销售单价每年递增 5%-10%。

我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 **0.62 元、1.05 元和 1.96 元**。参考华英农业、雏鹰农牧和圣农发展等同类上市公司,我们给予 11 年 32-37 倍 PE,上市后合理的价格区间为 **33.60-38.85 元**。

图表 12 同行业公司估值比较

股票名称	营业总收入 (百万元)	总股本 (百万股)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			(11.24)	09A	10E	11E	09A	10E	11E
雏鹰农牧	541	134	60.38	0.66	0.85	1.35	91	71	45
圣农发展	1,438	410	31.85	0.49	0.65	1.00	65	49	32
华英农业	932	147	20.40	0.27	0.48	0.69	74	43	30
正邦科技	4,459	269	18.24	0.20	0.39	0.61	91	47	30
国联水产	1,100	320	15.43	0.30	0.41	0.57	51	37	27

资料来源: wind

图表 13 主营业务预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
金针菇					
销售收入 (万元)	6,486.19	6,665.01	10,660.83	13,243.26	16,675.65
增长率 (%)	8.49	2.76	59.95	24.22	25.92
销售成本 (万元)	3,943.67	3,933.67	6,396.50	7,681.09	9,338.36
产能(吨)	5,569	5,569	10,819	12,800	15,350
产量(吨)	6,057	6,599	10,278	12,160	14,583
产能利用率 (%)	109	118	95	95	95
销量(吨)	5,979	6,552	10,278	12,160	14,583
销售率 (%)	99	99	100	100	100
销售均价 (元/千克)	10.85	10.17	10.37	10.89	11.44
单位成本 (元/千克)	6.60	6.00	5,912.17	6,000.85	6,083.62
毛利 (万元)	2,543	2,731	4,264	5,562	7,337
毛利率 (%)	39.20	40.98	40.00	42.00	44.00
真姬菇					
销售收入 (万元)	829.99	2,493.52	3,750.23	8,438.01	18,310.48
增长率 (%)		200.43	50.40	125.00	117.00
销售成本 (万元)	777.89	1,507.78	1,687.60	3,375.20	7,324.19
产能(吨)	1,050	1,575	2,100	4,500	9,300
产量(吨)	603	1,465	1,995	4,275	8,835
产能利用率 (%)	57	93	95	95	95
销量(吨)	599	1,459	1,995	4,275	8,835
销售率 (%)	99	100	100	100	100
销售均价 (元/千克)	13.85	17.09	18.80	19.74	20.72
单位成本 (元/千克)	12.98	10.33	8.46	7.90	8.29
毛利 (万元)	52	986	2,063	5,063	10,986
毛利率 (%)	6.28	39.53	55.00	60.00	60.00
白玉菇					
销售收入 (万元)		332.52	1,094.92	1,379.60	4,574.46
增长率 (%)			229.28	26.00	231.58
销售成本 (万元)		251.65	481.76	551.84	1,829.78
产能(吨)		158	500	600	2,400
产量(吨)		162	475	570	1,800
产能利用率 (%)		103	95	95	75
销量(吨)		159	475	570	1,800
销售率 (%)		98	100	100	100
销售均价 (元/千克)		20.96	23.05	24.20	25.41
单位成本 (元/千克)		15.86	10.14	9.68	10.17
毛利 (万元)		81	613	828	2,745
毛利率 (%)		24.32	56.00	60.00	60.00
其他					
销售收入 (万元)	72.88	86.06	100.00	100.00	100.00
销售成本 (万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利 (万元)	73	86	100	100	100

毛利率 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
主营合计					
销售收入 (万元)	7,389.06	9,577.11	15,605.97	23,160.87	39,660.58
销售成本 (万元)	4,721.56	5,693.10	8,565.86	11,608.14	18,492.34
毛利 (万元)	2667.50	3884.01	7040.11	11552.73	21168.25
毛利率 (%)	36.10	40.56	45.11	49.88	53.37

资料来源: 金元证券研究所

图表 14 利润表预测

单位: 百万元

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	73.89	95.77	156.06	231.61	396.61
其中: 营业收入	73.89	95.77	156.06	231.61	396.61
二、营业总成本	65.16	78.18	117.15	163.90	267.64
其中: 营业成本	47.22	56.93	85.66	116.08	184.92
营业税金及附加	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02
销售费用	3.76	6.46	8.77	13.47	24.02
管理费用	8.78	11.58	19.82	30.89	55.53
财务费用	4.64	3.54	3.23	3.80	3.53
资产减值损失	0.77	(0.33)	(0.35)	(0.36)	(0.38)
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	8.73	17.59	38.91	67.71	128.96
加: 营业外收入	3.02	2.81	3.00	3.00	3.00
减: 营业外支出	0.15	0.02	0.10	0.10	0.10
四、利润总额	11.60	20.39	41.81	70.61	131.86
减: 所得税费用	0.14	0.04	0.08	0.14	0.26
五、净利润	11.46	20.35	41.73	70.47	131.60
归属于母公司所有者的净利润	11.46	20.35	41.73	70.47	131.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、每股收益:					
全面摊薄每股收益	0.17	0.30	0.62	1.05	1.96

资料来源: 金元证券研究所

5、风险提示

1、杂菌感染和病虫害: 食用菌人工栽培过程中如管理不当易发生杂菌感染和病虫害, 影响菇类发育, 进而影响产品的产量和质量, 从而给公司带来一定经济损失。

2、原料质量风险: 公司产品的主要原材料为棉籽壳、木屑、米糠、玉米芯、麦皮等农作物下脚料。由于农作物下脚料会受气候、季节等变化影响, 可能导致原材料的质量不稳定, 影响食用菌营养的吸收和供应, 进而影响产品的质量和单位产出。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.