

生物制品 II

星湖科技 (600866. SH) / 14.57 元

未来持续成长值得期待

事项

星湖科技同意公司持有 67% 股权的控股子公司安泽康（北京）生物科技有限公司实施冻干人用狂犬疫苗（鸡胚细胞）产业化项目，公司按进度向安泽康提供借款人民币 9,909 万元用于项目的建设，借款利率按照银行同期贷款基准利率执行。项目的建设包括主体设备、配套生产装置的购置、安装，以及其他相关公用工程及辅助配套设施的建设。建设期 38 个月，项目首期达产后产能为 200 万人份/年。预计每年销售额 3.88 亿元（含税）。

公司与黑龙江省肇东市人民政府签订合作的框架协议，在黑龙江省肇东市设立全资子公司肇东星湖生物科技有限公司从事生物工程产业。注册资金：6000 万元，首期出资 2000 万元；本公司占 100% 股份。肇东星湖的经营范围为：生物工程、生物医药。本次对外投资符合公司发展战略，有利于延伸主营业务产业链，进一步优化产业布局，做大做强公司生物发酵产业，提高公司的竞争力，为公司的长远发展奠定良好的基础。

主要观点

一、人用狂犬病疫苗有可能成为公司未来重要业绩增长点。由于我国狂犬病发病率持续增长，且鸡胚细胞培养狂犬病疫苗安全性高于 vero 细胞培养的狂犬病疫苗，为未来狂犬病疫苗发展方向。我们认为该产品上市后，将给公司产生新的利润，有可能成为公司利润重要的增长点，而且对公司估值水平可以提高。

二、人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）安全性高于人用狂犬疫苗（vero 细胞）。人用狂犬疫苗经过 100 多年的发展，由最早的减毒活性疫苗（羊脑疫苗），到禽胚疫苗，发展至现在的细胞培养疫苗和处于实验室阶段的基因工程疫苗，疫苗质量和安全性得到极大提高。目前市场主要人用狂犬病疫苗产品为 vero 细胞培养疫苗，生产企业众多，是亚洲和欧洲主要使用的人用狂犬病疫苗。由于 vero 细胞属于传代细胞，培养人用狂犬病疫苗提取物残留致癌物质，存在一定的安全隐患，在美国市场没有使用。精制鸡胚细胞和人二倍体细胞培养人用狂犬病疫苗不存在上述隐患，为目前美国市场使用的人用狂犬疫苗产品。从成本上来看，vero 细胞培养人用狂犬病疫苗成本最低，精制鸡胚细胞培养人用狂犬病疫苗次之，人二倍体细胞最高，故即使在美国，主要使用的也是鸡胚细胞培养人用狂犬病疫苗。目前只有诺华制药生产人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）产品。我国 2009 年 5 月批准进口印度 Chiron Behring Vaccines Private Ltd.（属诺华制药）产人用狂犬病（鸡胚细胞）产品，定价 390 元人份，是国产人用狂犬病疫苗（vero 细胞）130 元人份价格的 3 倍。

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel：0755-82027735
Email：liaowanguo@hczq.com

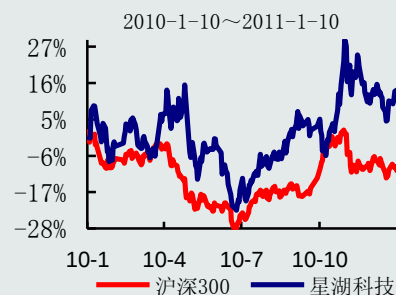
投资评级

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)	52110/0
资产负债率(%)	31.87
每股净资产(元)	1.92
市盈率(倍)	33.82
市净率(倍)	7.59
12 个月内最高/最低价	17.0/9.58

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

《前三季度增速放缓、四季度有望好转》	2010-10-28
《业绩爆发增长、下半年将好于上半年》	2010-08-23
《星湖科技-人用狂犬疫苗有可能成为未来重要利润增长点》	2010-04-28
《业绩有所保留，维持强烈推荐评级》	2010-04-26
《业绩大幅反转、持续成长可期》	2010-03-08
《星湖科技-苦尽甘来、业绩有望持续向好》	2010-01-26

三、肇东星湖生物科技有限公司设立有利于公司长远发展。星湖科技主要产品呈味核苷酸、利巴韦林、苏氨酸的上游产品均为发酵产品，玉米淀粉是其最重要的原料成本。东北为我国主要的玉米产地，相对于广东肇庆，在黑龙江肇东设立子公司有利于公司降低原料成本，增强盈利能力。

四、投资建议：强烈推荐（维持）。公司主要产品呈味核苷酸价格稳定，未来产业结构相对稳定，公司 2-3 年内盈利能力保证。人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）3 年后成功上市将成为国内首家生产此产品的企业，公司盈利能力将得到持续和增强，且有可能提高公司二级市场估值水平。肇东子公司设立有利于降低公司成本和延伸产业链，有利于公司长远发展。维持公司 2010 年、2011 年及 2012 年 EPS0.78 元、1.02 元和 1.28 元业绩预测不变。目前公司股价相对其未来成长性明显低估，维持强烈推荐评级。

风险提示

人用狂犬疫苗还在临床试验阶段，产业化需要 3 年的时间，存在一定的不确定性。

附录：财务预测表

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	1107	1617	2223	营业收入	1366	1592	1831	2105
现金	313	734	1244	1850	营业成本	890	835	957	1077
应收账款	92	81	81	85	营业税金及附加	10	10	11	12
其它应收款	13	37	33	28	营业费用	46	60	62	66
预付账款	36	30	25	30	管理费用	173	180	185	190
存货	159	192	190	180	财务费用	12	7	-1	-13
其他	74	34	42	50	资产减值损失	11	35	14	20
非流动资产	811	751	693	640	公允价值变动收益	0	10	20	30
长期投资	31	25	28	28	投资净收益	21	0	0	0
固定资产	666	605	536	466	营业利润	245	475	622	782
无形资产	58	41	28	13	营业外收入	9	0	0	0
其他	55	79	101	132	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1498	1858	2310	2864	利润总额	250	475	622	782
流动负债	435	489	484	488	所得税	26	71	93	117
短期借款	199	283	260	247	净利润	224	404	529	665
应付账款	101	108	112	107	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他	135	98	113	134	归属母公司净利润	225	404	529	666
非流动负债	43	23	-2	-35	EBITDA	347	557	696	844
长期借款	43	23	-2	-35	EPS (元)	0.43	0.78	1.02	1.28
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	477	512	482	453	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	21	20	20	19	成长能力				
股本	521	521	521	521	营业收入	39.1%	16.5%	15.0%	14.9%
资本公积	165	165	165	165	营业利润	742.3%	93.8%	30.9%	25.8%
留存收益	313	639	1122	1705	归属于母公司净利润	674.2%	80.1%	30.9%	25.8%
归属母公司股东权益	999	1326	1808	2392	获利能力				
负债和股东权益	1498	1858	2310	2864	毛利率	34.8%	47.5%	47.7%	48.8%
现金流量表					净利率	16.4%	25.4%	28.9%	31.6%
单位:百万元					ROE	22.5%	30.5%	29.3%	27.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	27.0%	48.3%	71.0%	101.3%
经营活动现金流	317	418	606	711	偿债能力				
净利润	224	404	529	665	资产负债率	31.9%	27.6%	20.9%	15.8%
折旧摊销	90	75	75	75	净负债比率	54.78%	62.37%	55.69%	50.07%
财务费用	12	7	-1	-13	流动比率	1.58	2.26	3.34	4.56
投资损失	-21	0	0	0	速动比率	1.21	1.87	2.94	4.18
营运资金变动	2	-23	23	14	营运能力				
其它	10	-44	-19	-30	总资产周转率	0.96	0.95	0.88	0.81
投资活动现金流	3	29	1	6	应收账款周转率	17	18	23	25
资本支出	63	0	0	0	应付账款周转率	7.83	7.99	8.69	9.84
长期投资	-0	-6	2	0	每股指标 (元)				
其他	65	23	4	7	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.78	1.02	1.28
筹资活动现金流	-135	-25	-98	-111	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.80	1.16	1.36
短期借款	-98	84	-23	-12	每股净资产(最新摊薄)	1.92	2.54	3.47	4.59
长期借款	-54	-19	-26	-33	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.62	15.33	11.71	9.31
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	6.20	4.68	3.43	2.59
其他	17	-90	-49	-66	EV/EBITDA	18	11	9	7
现金净增加额	184	421	510	606					

资料来源：公司报表、华创证券

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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